

FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

LES
CONVERSIONS
DE DETTES PUBLIQUES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-DESSUS

Sera soutenu le samedi 30 octobre 1897, à 8 heures 1/2.

PAR

Jules RODE

Président : M. BEAUREGARD, professeur.

Suffragants { MM. MASSIGLI, professeur.
THALLER, professeur.

PARIS

V. GIARD & E. BRIÈRE

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, rue Soufflot, 16

1897

THÈSE

POUR

LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

LES
CONVERSIONS
DE DETTES PUBLIQUES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-DESSUS

Sera soutenu le samedi 30 octobre 1897, à 8 heures 1/2.

PAR

Jules RODE



Président : M. BEAUREGARD, professeur.
Suffragants { MM. MASSIGLI, professeur.
 THALLER, professeur.

PARIS

V. GIARD & E. BRIÈRE

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, rue Soufflot, 16

1897



INTRODUCTION

Quelle que soit la forme dans laquelle elles aient été contractées, les dettes publiques sont susceptibles de transformations, de novations pour employer un terme juridique, qui en modifient les caractères et substituent quelquefois à une dette d'un type donné, une dette d'un type tout différent. Le terme de conversion pris dans son sens le plus large s'applique à toutes ces opérations. C'est ainsi que l'on peut dire d'un Etat qui émet un emprunt et avec la somme obtenue rachète en bourse les titres d'un emprunt antérieur, qu'il opère une conversion. Les nouveaux titres émis en remplacement des anciens sont placés dans de nouvelles mains : à la novation qui résulte de l'extinction d'une dette et de la création d'une nouvelle dette qui lui est substituée, vient s'ajouter une novation par changement de créancier. Un exemple d'une opération de ce genre a été donné par le Portugal en 1887. Cet Etat avait des fonds perpétuels cotés à cette époque à 57 ou 58 ; il avait aussi des obligations 3 0/0

1. Leroy-Beaulieu. *Traité de la science des finances*, p. 511.

amortissables en 75 ans, cotées à 490 ou 495 fr., c'est-à-dire que le 3 0/0 était capitalisé au taux de 5 fr. 25 et le 5 0/0 à 5 fr. Le premier de ces fonds étant trop bas relativement au 5 0/0, le gouvernement portugais offrit aux rentiers une conversion facultative du 3 0/0 en 5 0/0. Cette proposition ne fut pas acceptée par les rentiers qui n'y trouvaient aucun avantage. Le gouvernement portugais eut alors l'idée d'émettre en Allemagne un emprunt à 5 0/0 à un cours assez avantageux pour pouvoir racheter à la Bourse de Paris et à celle de Londres, une égale quantité de rente 3 0/0. Les résultats de cette double opération furent les suivants : le capital de la dette publique fut diminué et le fonds 3 1/5, dont les cours si éloignés du pair eussent rendu la conversion de longtemps impossible, fut transformé en un fonds 5 0/0 susceptible de conversions successives en 4 1/2 et en 4 0/0. Cette opération est exceptionnelle et les conditions qui en ont assuré le succès se trouvent rarement réalisées. Nous en avons dit quelques mots pour n'y pas revenir.

Dans un sens moins large et plus exact, on dit qu'il y a conversion quand un Etat obtient de ses créanciers l'acceptation d'un titre nouveau à la place de l'ancien, moins avantageux pour l'Etat débiteur. La notion la plus répandue de la conversion est beaucoup plus étroite : elle est ordinairement liée à celle

de la rente perpétuelle. la conversion des emprunts en obligations amortissables par tirages périodiques n'est, en effet, qu'exceptionnelle, le titre même de leur constitution faisant obstacle, en principe, à leur remboursement anticipé : il paraît évident que le débiteur de ces obligations ne peut en opérer la conversion qu'autant qu'il s'en est formellement réservé le droit dans le titre qui les constitue. La question a cependant vivement ému l'opinion publique. dans ces dernières années : elle a été portée devant les tribunaux à propos de la conversion projetée des obligations du chemin de fer de l'Est, et à l'heure où nous écrivons ces lignes, la presse financière annonce que le gouvernement français serait sur le point de proposer aux rentiers une conversion du 3 0/0 amortissable. Une étude consacrée aux conversions ne saurait passer sous silence une question aussi importante.

Après avoir étudié les conversions de dettes perpétuelles, nous aurons donc à étudier les conversions d'emprunts en obligations amortissables. Nous dirons aussi quelques mots des autres conversions dont l'histoire financière nous offre quelques exemples : les dettes perpétuelles et les dettes amortissables ne sont pas les seuls modes d'emprunts publics qui puissent être convertis ; on a souvent appliqué le système des conversions aux dettes contractées sous la forme de bons remboursables à échéance fixe et même aux obligations à lots.

DES CONVERSIONS DE DETTES PERPÉTUELLES

NOTIONS GÉNÉRALES

Voltaire et Condorcet, pour reprendre une citation classique, prétendaient qu'un Etat qui ne doit qu'à lui-même ne s'appauvrit pas. Les économistes ont depuis longtemps montré l'erreur où étaient tombés ces deux grands esprits et J.-B. Say, a pu dire avec raison : « Une nation est plus pauvre de tout ce qu'elle doit. » Il y a cependant encore aujourd'hui toute une école de financiers qui ne voient pas l'utilité de réduire le capital de la dette publique : personne, au contraire ne conteste la nécessité d'en réduire les arrérages. Voici la forme la plus simple sous laquelle cette économie pourra être obtenue par l'Etat débiteur : il proposera à ses créanciers l'option entre le remboursement de leurs titres au pair ou l'acceptation de titres nouveaux portant un intérêt moins élevé, en remplacement des anciens qui seront annulés. Le crédit de l'Etat, comme celui des particuliers est susceptible de varier d'une époque à une autre : il est lié à la pros-

périté générale du pays, aux progrès de l'agriculture de l'industrie et du commerce.

Les mauvaises récoltes, les crises industrielles, les guerres, font baisser les fonds d'État. Dans les pays prospères et bien gouvernés, au contraire, les capitaux se multiplient, et le taux de l'intérêt a une tendance continue à baisser. C'est sur ces phénomènes bien souvent décrits de l'amélioration du crédit de l'État, de la diminution ou de l'insuffisance des placements de première sécurité pour l'épargne croissante du pays et de la baisse du taux de l'intérêt, qu'est fondé le système des conversions de dettes perpétuelles portant un intérêt élevé en dettes portant un intérêt moins élevé. Supposons, en effet, qu'un État ait un fonds en 5 0/0 coté 111 fr. : il n'est pas douteux qu'un emprunt en 4 et demi 0/0 émis au pair par cet État serait bien accueilli par les rentiers. Puisque l'État trouve prêteurs à des conditions plus favorables, il a tout avantage à rembourser ses anciens créanciers.

Du droit de l'État à rembourser sa dette perpétuelle.

Le droit de l'État à rembourser sa dette perpétuelle a fait l'objet de longues discussions. La question fut soulevée pour la première fois en 1824, lorsque M. de Villèle présenta son premier projet de conversion du

5 0/0. Elle fut reprise en 1875 à propos de la conversion facultative du 5 0/0 en 4 1/2 et en 3 0/0 et elle fut très longuement discutée en 1838 lorsque M. le marquis d'Audiffret proposa son plan de conversion. A cette époque, les partisans de la conversion invoquaient un argument de texte tiré de l'art. 6 de la loi du 10 juin 1833, qui dispose en termes exprès de la réserve de l'amortissement pour *le rachat ou le remboursement de la dette consolidée*, aussitôt que cette libération aura été réglée par une loi spéciale. Ils y ajoutaient des raisons tirées du droit public et du droit civil ; et ils citaient à l'appui de leur opinion, Pothier, d'abord, qui dit, dans son *Traité du contrat de constitution de rente* (1) :

« Les lois, tant séculières qu'ecclésiastiques, qui ont
« permis dans le for extérieur et déclaré licite dans le
« for de la conscience, le contrat de constitution de
« rente, y ont apposé cette condition que le débiteur
« qui a constitué la rente et ses successeurs auraient
« toujours la faculté de la racheter et de s'en libérer. De
« là, il suit que cette faculté est imprescriptible, qu'elle
« doit toujours être sous-entendue dans tous les con-
« trats de constitution, quoiqu'elle n'y soit pas expri-
« mée ; qu'une clause, dans un contrat de constitution
« de rente, par laquelle la faculté de racheter la rente
« serait formellement refusée au débiteur qui la cons-

1. Chap. II, art. IV.

« titue rendrait le contrat nul et incapable de produire
« des arrérages jusqu'à ce que le créancier eût déclaré
« au débiteur qu'il se désiste de cette clause », C'est
la doctrine qui a inspiré l'art. 1911 du Code civil qui
déclare essentiellement rachetable toute rente consti-
tuée en perpétuel.

Les adversaires du droit de remboursement de la
dette publique, sans contester les principes du droit
civil, prétendaient que ces principes, qui règlent les
rapports des particuliers entre eux n'étaient pas appli-
cables aux dettes publiques. A cette objection les
partisans de la conversion répliquaient en citant
Montesquieu : « Si l'Etat, dit-il, a un crédit qui n'ait
« point reçu d'atteinte, il pourra faire ce qu'on a pra-
« tiqué si heureusement dans un Etat d'Europe (l'An-
« gleterre), c'est de se procurer une grande quantité
« d'espèces et d'offrir à tous les particuliers leur rem-
« boursement, à moins qu'ils ne veuillent réduire l'in-
« térêt. En effet, comme lorsque l'Etat emprunte, ce
« sont les particuliers qui fixent le taux de l'intérêt,
« lorsque l'Etat veut payer c'est à lui de le fixer. » Ajou-
tons à ces lignes de Montesquieu l'opinion suivante de
Bluntschli : « Plusieurs veulent voir dans l'emprunt
« un acte de la puissance politique et pensent en con-
« séquence que les emprunts d'Etat ne sont pas sou-
« mis aux principes du droit civil et ne peuvent

« servir de base à une action en justice. C'est là
« une erreur. Sans doute, le crédit de l'Etat se fonde
« essentiellement sur sa souveraineté ; c'est en vertu
« d'une loi qu'il emprunte le plus souvent. Mais l'em-
« prunt en lui-même est une opération de finance. Les
« particuliers, qui prêtent, le font librement, comme
« un *contrat privé*. Pourquoi ne pourraient-ils pas
« exiger le paiement des arrérages stipulés et même
« le remboursement du capital, si ce remboursement
« a été promis. Il peut bien être convenu que les prê-
« teurs de l'Etat s'en rapporteront entièrement à son
« honneur et à sa conscience, mais cette clause ne va
« pas de soi et le droit public qui admet que le fisc
« peut avoir des engagements privés ne les connaît
« point. »

Bluntschli assimile donc, au point de vue du droit des emprunts contractés par un Etat à ceux contractés par des particuliers. Sans doute, dès lors qu'il y a contrat, une obligation naît à la charge de l'Etat emprunteur, et ses créanciers ont le droit d'en exiger l'exécution ; mais ce droit, sanctionné par la loi civile pour les engagements entre particuliers se heurte ici à la souveraineté de l'Etat débiteur. Ajoutons que l'hypothèse prévue par Bluntschli à la fin du texte ne se réalise jamais. C'est au contraire un principe constant, en matière de dette publique, que l'Etat peut imposer le

remboursement à ses créanciers, mais que ceux-ci n'ont pas le droit de l'exiger. Sous ces réserves, il nous a paru intéressant de reproduire la théorie de ce jurisconsulte : elle est tout entière tirée du droit civil. En cherchant un appui dans les principes de ce droit, les partisans du remboursement de la dette se plaçaient donc sur un terrain solide.

Leurs adversaires leur opposaient les principes du droit politique qui, d'après eux, étaient seuls applicables aux dettes publiques. Ce droit reposait principalement sur la bonne foi et l'équité de l'Etat tout puissant envers les citoyens toujours obligés de subir la loi qu'il leur impose ; rien ne serait plus funeste, disait-on, et plus contraire à la justice que de confondre, suivant les circonstances, et suivant l'intérêt du plus fort, les principes du droit civil avec ceux du droit politique. On soutenait que les particuliers devaient se reporter au titre constitutif de leurs créances envers l'Etat : que c'est ce titre qui détermine l'étendue des obligations de l'Etat envers ses créanciers : que l'amortissement ou le rachat était le seul moyen d'extinction qui eut été entendu entre lui et ses prêteurs, puisqu'il était le seul qui fut établi par les lois spéciales sous l'empire desquelles les emprunts avaient été contractés.

La bonne foi ? répondaient les partisans du droit de remboursement. Cela veut-il dire que les rentiers ont

vécu dans la croyance qu'ils ne seraient pas remboursés et que dès lors le remboursement a cessé d'être licite ? L'ignorance du droit ne peut profiter à personne.

En Angleterre la légalité du remboursement fut contestée en 1822. La controverse ne roulait pas sur le droit qu'avait le gouvernement de rembourser sa dette fondée : jamais pareille question n'a été agitée, dans ce pays où la dette perpétuelle porte le titre de *dette rachetable*. Mais la contestation s'élevait sur certaines conditions introduites dans l'acte de constitution de ces rentes et avant l'accomplissement desquelles le remboursement ne devait pas avoir lieu. Les uns soutenaient que ces conditions étaient réalisées et que par conséquent l'Etat avait le droit de rembourser ; les autres étaient d'un avis contraire. Le Chancelier de l'Echiquier déclara que c'était une question de bonne foi et de loyauté. Cette question de bonne foi, ajoutait-il, a été jugée par les rentiers comme par le public : elle l'est par le cours du 5 0/0 qui est à 107. S'il n'était pas encore remboursable, il se vendrait plus cher. La question de droit résultant des clauses du bill de constitution de ces rentes était très obscure ; l'argument tiré du cours de la rente décida la Chambre des Communes et ensuite la Chambre des Lords à admettre la conversion.

Qu'elles étaient enfin ces lois spéciales auxquelles on devait se référer, d'après les adversaires, du rembour-

sement et quels arguments en tiraient-ils en faveur de leur opinion ? C'était d'abord la loi du 24 août 1793, créatrice du Grand Livre de la dette publique qui n'a pas énoncé de *capital remboursable* pour les rentes ; elle se borne à constituer un titre nouveau pour les créanciers de l'Etat qui jouiront par suite d'une rente perpétuelle et annuelle sans distinction d'origine des nouvelles créances. Ils citaient encore la loi du 9 Vendémiaire an VI qui garantit le tiers consolidé de toute retenue ou réduction future et la loi du 21 floréal de l'an X d'après laquelle la partie de la dette *constituée en perpétuel* portera à l'avenir le nom de 50/0 consolidé. A ces arguments de texte, on ajoutait une citation du célèbre rapport de Cambon qui a servi d'instruction à la loi de 1793 et d'après lequel l'inscription sur le Grand Livre ne devait pas rappeler les capitaux. « En ne faisant pas mention du capital, la nation aura toujours dans sa main le taux du crédit public. »

A ces objections assez spécieuses, on peut répondre que quelques années avant la Révolution Necker définissait les rentes perpétuelles en les opposant aux rentes viagères et en disant qu'elles devaient subsister tant que le capital ne serait pas remboursé. C'est sous l'empire de cette doctrine que les dettes de l'ancien régime sont venues se confondre, sous une dénomination commune, dans le Grand Livre créé en 1793. Aussi la loi

constitutive de 1793 fait-elle mention du remboursement des rentes, comme d'une faculté préexistante qu'une stipulation formelle n'aurait pu qu'affaiblir. La loi de 1793 suppose, en effet, l'existence du droit de remboursement, en déterminant les formalités qui doivent être observées, soit dans le cas d'opposition sur le paiement annuel des arrérages, soit dans celui d'opposition sur le *remboursement*.

La loi du 9 vendémiaire an VI ordonne le remboursement pour les deux tiers en bons au porteur de chaque inscription perpétuelle dont le capital serait calculé au denier vingt. La loi du 1^{er} mai 1825, en garantissant la rente 5 0/0 convertie en 4 et demi du remboursement pendant dix ans reconnaît implicitement que la portion de cette même dette qui ne jouit pas de cette garantie est soumise à la faculté de remboursement. Nous avons cité plus haut celle du 10 juin 1833 qui prévoit le cas où une partie du fonds d'amortissement serait employée au remboursement de la dette consolidée : elle veut seulement que le remboursement ne puisse avoir lieu qu'en vertu d'une loi. Quant à la loi de l'an X, qui donne à la dette constituée en perpétuel la dénomination de 5 0/0 consolidé, qu'avait-elle besoin de mentionner le capital, si cette indication n'avait pas pour but de préparer le remboursement. Enfin, le fameux rapport de Cambon a pu être invoqué,

avec plus de raison encore par les partisans de la conversion que par ses adversaires. « Un débiteur, en « rentes perpétuelles, y est-il dit, ayant toujours le « droit de se libérer ». Et le rapport en question expose que si le capital n'est pas énoncé, c'est pour permettre le remboursement au-dessus du pair.

Objections économiques

Aujourd'hui le droit de remboursement et la légitimité des conversions qui en est le corollaire sont peu contestés. Mais on fait à ces opérations financières des objections économiques d'une apparente solidité et susceptibles d'entraîner bien des esprits. Elles ne sont pas nouvelles.

Dans son *History of the Revenue of British Empire* (1). John Sinclair écrit : « On est étonné aujourd'hui de l'ab-
« surdité des arguments dont on fit usage pour écar-
« ter l'adoption du projet de loi (Il s'agissait de la con-
« version projetée et refusée par Richard Walpole des
« rentes 4 0/0 et 3 0/0). On avança qu'une telle réduc-
« tion au lieu de concourir à l'agrandissement des rela-
« tions commerciales et à l'amélioration des intérêts
« agricoles, contribuerait probablement à la ruine de
« l'un et de l'autre. On peignit sous les couleurs les
« plus fortes la destinée des veuves et des orphelins

1. Tome I, p. 500-501.

« dont le revenu allait être diminué. On insista parti-
« culièrement sur ce que la mesure aurait de désastreux
« pour la métropole, du voisinage de laquelle s'éloi-
« gneraient la plupart des rentiers, réduits à aller vivre
« à meilleur compte dans des contrées retirées du ro-
« yaume. On alla enfin jusqu'à déclarer que l'exécution
« du projet était impraticable. » La crainte de mécon-
tenter le rentier, voilà une considération d'ordre poli-
tique qui a presque toujours déterminé les adversaires
des conversions. C'est elle qui a fait ajourner la con-
version du 5 0/0 pendant le règne de Louis Philippe et
pendant la période qui va de 1874 à 1883. Elle mérite
d'être analysée avec quelque soin. Il faut rechercher si
elle ne peut émouvoir qu'un gouvernement incapable
de s'élever à une intelligence exacte des intérêts géné-
raux du pays, et soucieux seulement de se ménager
une clientèle électorale, ou bien si les arguments éco-
nomiques qui lui servent de marque ont quelque valeur.

Lorsqu'en 1824, M. de Villèle proposa la conversion
du 5 0/0 en 3 0/0, on lui objecta que son projet allait
ruiner 120.000 familles, et pour démontrer la justesse
de cette critique on fit une décomposition du nombre
des rentiers dont voici les résultats (1). Les 140 millions
de rentes qu'on voulait convertir se répartissaient ainsi :

1. Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, tome II, p. 492.

10.000 rentiers possédaient de 10 à 50 fr. de rentes pour une somme totale 300.000 fr., soit 30 fr. en moyenne ; 36.000 rentiers, de 50 à 99 fr. de rentes, pour 2.750.000 fr. soit 76 fr. en moyenne ; 76.000 rentiers, de 100 à 999 fr. pour 30.600.000 fr. soit 400 fr. en moyenne ; 15.500 rentiers de 1.000 à 4.000 fr. pour 41.500.000 fr. soit 2.675 fr. en moyenne ; 5000 rentiers de 500 à 9.999 fr. pour 27.290.000 fr., soit 5.460 fr. en moyenne ; et 1.600 rentiers possédant 10.000 fr. et plus de rentes pour 30.500.000 fr. soit en moyenne 19.000 fr. Il est évident que la conversion ne pouvait porter un coup sensible aux deux premières catégories ci-dessus. Mais les autres devaient y trouver une diminution notable de leurs revenus.

Que pourrait-on répondre à ces doléances de plus décisif que la page suivante empruntée à Lafitte (1) :
« Reconnaissons quel est en général l'état du capita-
« liste dans la société. C'est ordinairement celui qui a
« travaillé et qui ne travaille plus, ou plus ordinaire-
« ment encore, c'est celui dont les pères ont travaillé
« autrefois et l'ont dispensé de travailler aujourd'hui.
« Il prête donc ses capitaux à ceux qui n'ont pas ac-
« quis la faculté de se reposer, et, il faut en convenir,
« il mérite à ce titre bien moins d'intérêt que l'homme

1. Lafitte. *Réflexions sur la réduction de la rente.*

« industriels qui paie actuellement son pain par ses
« sueurs. Sans doute, cet oisif fortuné n'en a pas moins
« ses droits, car il faut respecter le travail dans celui
« même qui se repose, il faut respecter le travail du
« père dans le capital du fils, mais peut-on empêcher
« les effets de la loi commune qui avilit sans cesse les
« capitaux en augmentant leur abondance ? L'homme
« qui vit sur une œuvre passée doit devenir continuel-
« lement plus pauvre parce que le temps le transporte,
« avec la richesse d'autrefois, au milieu d'une richesse
« toujours croissante et toujours plus disproportionnée
« à la sienne. A défaut du travail, il n'y a qu'un moyen
« de se soutenir au niveau des valeurs actuelles, c'est
« de diminuer ses consommations : il faut, ou tra-
« vailler ou se réduire. Le capitaliste a le rôle de l'oi-
« sif, sa peine doit être l'économie, et elle n'est pas
« trop sévère. »

En 1838, lorsque M. le marquis d'Audiffret proposa d'offrir aux rentiers porteurs du 5 0/0 la conversion en 4 1/2 ou en 4 0/0, on dit qu'on usait de contrainte envers les rentiers, ne leur laissant pas le choix entre le remboursement et la conversion. Il est impossible, disait-on, que les rentiers trouvent simultanément et à l'instant même d'autres placements pour leurs capitaux : il faut donc qu'ils acceptent la conversion. Il fut répondu, avec raison, à cette objection, qu'un débiteur

n'est jamais obligé, pour se libérer, d'attendre que son créancier ait trouvé le placement de la somme qu'il va lui restituer. La conversion n'est possible que précisément parce que l'intérêt de l'argent a baissé, et parce que les rentiers ne pouvant trouver ailleurs un placement aussi avantageux que le précédent, sont obligés de se contenter du placement conforme au taux actuel de l'intérêt qui leur est offert par l'Etat lorsque celui-ci leur offre le choix entre le remboursement et la conversion.

Cette crainte de mécontenter le rentier en diminuant son revenu d'une façon définitive lorsqu'il accepte la conversion, où seulement pendant une période plus ou moins longue si, demandant le remboursement de son capital, il n'en trouve pas immédiatement le placement, a reparu tout récemment. C'est ainsi que sir Charles Lewis a protesté contre la conversion Goschen en 1888, au nom des petits porteurs que la réduction d'intérêts allait frapper durement (1). Il s'est livré à un travail de décomposition analogue à celui qui fut établi en France en 1824. Il a exposé qu'il y avait à la Banque d'Angleterre 104.000, comptes ne dépassant pas 1.000 liv. st. en consolidés ; 13.000 entre 1.000 liv. st. et 2.000 ; 10.500 entre 2.000 et 3.000 liv. st.

1. A. Raffalovitch. *Conversion de la dette 3 O/O Anglaise.*

Rode

On lui a répondu que la mesure proposée était dure à la vérité ; mais qu'il y aurait injustice à faire payer à la masse des contribuables un penny de trop.

La même objection a été faite par le prince de Hohenloe, chancelier de l'empire, au projet de conversion des rentes 4 0/0 et 5 1/2 de l'empire d'Allemagne et du royaume de Prusse. Il craignait que la petite épargne ne fut lésée dans ses besoins d'existence les plus élémentaires, et cette crainte n'est pas chimérique à une époque où la baisse du loyer de l'argent devient une véritable question sociale. Il ne faut pas en chercher la solution ailleurs que dans les conseils de Lafitte que nous avons cités plus haut. Le capitaliste dont les revenus deviennent insuffisants doit travailler pour les augmenter ; à défaut de travail, il n'a qu'à se réduire. Il est clair d'ailleurs qu'on exagère singulièrement la situation nouvelle faite au rentier par une conversion, lorsqu'on le représente comme passant du jour au lendemain d'une aisance relative à la pauvreté. Le prince de Hohenloe exprimait encore la crainte que les petits porteurs de rente demandant le remboursement de leur capital ne fissent des placements en titres étrangers. On peut répondre que cette émigration des capitaux à l'étranger n'est une cause de troubles économiques que lorsque ces capitaux sont enlevés aux entreprises industrielles. Or, ce n'est pas ce qui se

produira ici. L'Etat qui, opérant une conversion de sa dette, se trouve contraint d'en rembourser une partie aux rentiers récalcitrants, a, comme nous le verrons plus loin, plusieurs moyens de faire face à cette éventualité ou bien, il a recours à une banque qui lui fait une avance remboursable le plus souvent par annuités ; ou bien il émet des obligations du Trésor ou un emprunt au taux nouveau offert aux porteurs de l'ancien fonds.

Lorsque les rentiers non consentants sont remboursés par des fonds provenant d'emprunts nouveaux, il y a un appel au capital disponible. Qui souscrira à ces emprunts ? Des étrangers ou des nationaux. Dans le premier cas, les capitaux français qui auront émigré à l'étranger à la suite du remboursement seront remplacés par des capitaux étrangers hypothèse exceptionnelle, puisqu'elle suppose que les capitalistes étrangers préfèrent aux fonds de leur propre pays ou d'un pays voisin, des fonds étrangers portant un intérêt moindre. Mais si elle se réalise, les capitaux affectés ou destinés aux entreprises industrielles, dans le pays qui convertit sa dette, n'auront diminué en rien. Dans le second cas, au contraire, le danger économique que nous avons signalé est évident, mais peu considérable. Tout le monde sait qu'un des effets économiques des emprunts publics, c'est d'attirer à eux ce qu'on appelle

des capitaux morts, réserves métalliques de petits capitalistes que la prudence éloigne des entreprises.

Le prince de Hohenloe insistait particulièrement sur le tort que la conversion ferait aux caisses d'épargne : il estimait que l'Etat a un grand intérêt à stimuler la petite clientèle de ces établissements et à favoriser une puissante agglomération de capitaux. Il est clair que lorsque dans un pays, le portefeuille des caisses d'épargne comprend une grande quantité de rentes sur l'Etat, une conversion de ces rentes aura une répercussion inévitable sur l'intérêt que ces établissements peuvent payer à leurs déposants. En ce qui concerne les caisses d'épargne françaises, si l'on se reporte au rapport de la Commission de surveillance de la caisse des dépôts et consignations, on voit que sur un capital d'environ 3 milliards 450 millions, un tiers à peu près est représenté par des titres de rente 3 0/0 perpétuel : la rente 3 0/0 amortissable figure dans le même tableau pour une somme encore plus considérable (1). On comprend qu'une conversion de ces deux fonds, à supposer qu'elle fût possible, question que nous examinerons plus loin, pourrait avoir pour conséquence une diminution dans l'intérêt servi aux déposants. Ceux-ci appartiennent à deux catégories : ou

1. 1.119.630.142 fr. pour le 3 0/0 perpétuel et 1.498.241.622 pour le 3 0/0 amortissable.

bien ce sont des gens peu fortunés, ouvriers, paysans ou gens de maison qui voient dans les caisses d'épargne des tire-lire sûres où leurs économies fructifieront un peu. Qu'ils ne se plaignent pas si une conversion de dette publique a pour résultat une légère diminution dans l'intérêt qu'elles leur portent : car c'est eux qui bénéficieront le plus d'une conversion bien faite, comme nous le verrons plus tard. Les autres déposants sont moins intéressants : ce sont des gens aisés pour qui les caisses d'épargne font l'office de véritables banques : ils leur donneront la préférence en raison de l'intérêt plus élevé qu'elles leur servent.

On a fait encore aux conversions de dettes perpétuelles une autre objection d'ordre économique. On a dit qu'elles portaient une grande perturbation dans les consommations. Les impôts établis sur ces consommations en ressentiraient le contre-coup, et ils subiraient une diminution considérable : d'où perte pour l'Etat de presque tout le bénéfice de la conversion ; et ce mouvement de décroissance serait surtout à craindre dans la capitale. Il serait facile de répondre *a priori* que la somme d'intérêts payée en moins aux rentiers restant aux mains des contribuables, il y a de grandes chances pour que ceux-ci consomment davantage. Il y aurait alors compensation et une perturbation sensible dans la consommation générale ne serait pas à redou-

ter. Cette objection fut faite en Angleterre en 1749 et en 1822. On craignait, qu'à la suite des conversions proposées, les consommations ne diminuassent à Londres dans de fortes proportions. L'expérience a prouvé le contraire : en 1825 après la conversion de 7 millions et demi de liv. st. de rentes 5 0/0 en 4 0/0, les impôts de consommation ont produit 14 millions de plus qu'en 1816.

Fondement économique des conversions

D'ailleurs, en se plaçant au seul point de vue économique, il est aisé de justifier les conversions. N'est-ce pas à ce point de vue que se plaçait Lafitte, dans la page que nous avons empruntée à sa célèbre brochure. Il n'y a pas lieu de s'apitoyer sur le sort des oisifs dont le revenu est diminué par une mesure de ce genre. Elle peut devenir, au contraire, un puissant stimulant pour l'activité industrielle, commerciale ou agricole, et par là exercer une très heureuse influence économique : ce serait, pour employer le langage à la mode, un bienfaisant excitateur de l'énergie nationale (1).

1. Empruntons à un journal financier cette amusante définition du rentier français : « Le rentier français qui vit exclusivement ou principalement des quartiers de son 3 0/0 est d'ailleurs, un être spécial, une sorte de zoophyte dont l'espèce tend heureusement à diminuer tous les jours, mais dont le type se trouve encore à de nombreux spécimens dans sa pureté primi-

Nous avons vu qu'une conversion suppose une amélioration du crédit de l'Etat, exprimée par la hausse des fonds publics.

La rente de 3 fr., par exemple, que le capitaliste s'est procurée à l'émission, moyennant le versement d'un capital maximum de 100 fr. et presque toujours sensiblement inférieur, se vend maintenant 105 fr. Sans doute, cette plus-value probable a pu déterminer le souscripteur au moment de l'émission et lui faire accepter un taux d'intérêt moins élevé : c'est sur cette considération que se fonde le système des emprunts au-dessous du pair. Mais ces emprunts sont toujours émis à un taux assez bas pour que la différence entre le taux d'émission et celui du remboursement constitue au profit du rentier une chance de gain très considérable.

Quant aux emprunts émis aux environs du pair, le rentier qui y souscrit peut bien considérer la plus-value probable du capital, comme représentant la contrepartie des risques connus par lui en prêtant à l'Etat. Mais au point de vue économique, cette manière de

tive. Allaité par l'Etat depuis qu'il se connaît et entretenu dans un état de médiocrité paresseuse par cette alimentation aussi anémiant que mécanique, il n'a pas la hardiesse nécessaire pour sortir de ses langes et il s'accroche plus désespérément à la marnelle où il végète à mesure qu'elle se tarit. » *Le Pour et le Contre*, n° du 15 sept. 1897.

voir est loin d'être exacte. C'est dans l'intérêt alloué au prêteur qu'il faut chercher une prime d'assurance destinée à couvrir le risque couru : elle en constitue un des trois éléments, dont les deux autres sont représentés par le loyer du capital et le bénéfice de l'intermédiaire ou commission. Les véritables causes de la hausse des fonds publics sont, comme nous l'avons déjà dit, le développement de la richesse générale, l'augmentation de l'épargne nationale, quelquefois même la longueur des affaires qui rend disponibles une grande masse de capitaux : tous ces mouvements économiques dépendent d'une foule de circonstances : ils sont difficiles à prévoir au moment où se forme le contrat de constitution de rente, et les porteurs n'ont aucun droit à en bénéficier. En principe, toute dette perpétuelle est donc convertible (1).

Effets économiques des conversions.

Nous venons d'établir la légitimité des conversions en nous plaçant tant au point de vue du droit, qu'à celui

1. A moins que le titre constitutif de la dette n'aliène cette faculté au profit des porteurs. C'est ce qui a été fait en Russie lors de l'émission d'un emprunt 3 0/0 en 1882. Les titres de cette rente portent, en effet, la mention : « Personne ne peut être contraint de reprendre la totalité ou une partie du capital placé dans la dette perpétuelle. »

de la science économique. Nous avons maintenant à nous demander quels effets on doit en attendre, au point de vue de la richesse nationale.

La conversion des rentes perpétuelles sera-t-elle toujours favorable à son développement ? Au premier abord, l'Etat qui convertit sa dette, nous apparaît comme un riche particulier débiteur qui substitue à son ancienne dette, une nouvelle dette contractée à des conditions plus avantageuses pour lui. Considérée sous ce premier aspect, l'opération est une source d'économies souvent très considérables et elle doit être tentée dès qu'elle est possible. Il s'agit maintenant de savoir ce que l'on va faire des bénéfices annuels réalisés par la diminution des arrérages servis aux rentiers. Si l'on les emploie à augmenter les dépenses annuelles on ne fait comme le disait M. Léon Say (1) que transporter une certaine quantité de dépenses du budget de chaque particulier, dans le budget de l'Etat : c'est une tendance tout à fait anti-économique très répandue en France où les conversions ont reçu la fâcheuse dénomination de *ressources latentes* du budget. En Angleterre au contraire les conversions ont toujours eu pour résultats ceux-là mêmes qu'on doit en attendre : diminution de la dette, dégrèvement d'impôts, ou

1. Séance de la Société d'économie politique du 3 juillet 1895. *Economiste français*, 1895, t. V, p. 146.

emploi des économies réalisées en travaux productifs. Depuis quinze ans les revenus des rentiers français ont été diminués de 200 millions par les conversions des fonds publics ; la dette publique et les impôts ont été augmentés. Voilà des résultats qui ne sont pas de nature à recommander les conversions. M. Paul Leroy-Beaulieu propose (1) une conversion de 3 0/0 qui aurait au contraire, les plus heureux effets au point de vue économique si on se décidait à donner aux économies réalisées la destination qu'il indique. Il voudrait qu'elles fussent appliquées au dégrèvement de l'impôt foncier sur la propriété non bâtie. « Il est de principe rigoureux, dit-il, que toute conversion de dette soit accompagnée d'une réduction correspondante d'impôt : autrement, la masse des habitants est appauvrie au profit seul du fisc ». Ajoutons que M. Leroy-Baulieu vise spécialement l'impôt foncier sur les propriétés non bâties en raison des mauvaises conditions économiques dans lesquelles cet impôt est établi, et dans le détail desquelles nous n'avons pas à entrer.

Le dégrèvement des impôts n'est pas le seul effet économique que l'on doive demander aux conversions : elles peuvent encore éviter l'établissement d'un impôt nouveau, nous voulons parler de l'impôt sur la rente.

1. *Journal des Débats* du 21 juillet 1897.

Quelle que soit l'opinion que l'on adopte sur la légitimité de cet impôt, « l'exercice du droit de conversion peut être regardé comme un heureux substitut de la taxation directe des rentes » (1). Dans un Etat où toutes les rentes sont constituées en fonds aux environs du pair, on peut, au lieu de les soumettre à un impôt spécial, profiter de la hausse dont ils sont l'objet pour les convertir en fonds portant un intérêt moins élevé. En 1871, il fut question de taxer la rente sur l'Etat : parmi les raisons qui firent échouer ce projet, une des principales fut l'espérance qu'on avait alors de convertir prochainement le 3 0/0 en 4 1/2. Le gouvernement actuel (juillet 1897) avait également projeté de soumettre les rentes à un impôt : l'argument principal qui lui fut opposé fut précisément que ces rentes sont convertibles et ont été converties.

Les conversions peuvent encore produire certains effets économiques, suivant qu'on leur demande ou non l'unification de la dette publique. Cette unification est-elle désirable ? La question présente un grand intérêt lorsqu'un pays a des fonds de types variés, les uns aux environs du pair, les autres sensiblement au-dessous. On dit alors, dans le sens de l'unification, qu'une rente cotée au-dessous du pair donne l'indication du

1. Leroy Beaulieu, *op. cit.*, t. II, p. 524.

taux maximum du crédit de l'Etat, et exerce par suite une influence heureuse sur l'ensemble des transactions, en abaissant le taux du loyer des capitaux. L'histoire financière nous montre cependant que dans un Etat où la dette publique comprend deux fonds, l'un au-dessus et l'autre au-dessous du pair, ils se soutiennent l'un l'autre : pendant la période qui va de 1861 à 1870, la dette publique était, en France, à peu près unifiée en 3 0/0, le marché fut plutôt lourd. La question ne se pose pas en France actuellement. Le 3 0/0 perpétuel sera très probablement converti avant le 3 1/2 0/0, qui est garanti contre toute nouvelle conversion jusqu'en 1902. En supposant qu'une conversion de ce dernier fonds soit possible à cette époque, elle se fera aux environs du pair, au taux du nouveau fonds substitué au 3 0/0 ou à un taux moins élevé si l'état du marché des capitaux le permet. Dans le premier cas, il y aura bien unification de la dette, mais les heureux effets de la conversion sur l'abaissement du loyer des capitaux seront indépendants du fait même de l'unification : cet effet économique est inséparable de toute conversion : à dire vrai, il ne se produit que dans une mesure restreinte, lorsque le nouveau fonds a été émis aux environs du pair ; dans ce cas, les cours s'élèvent rapidement, dépassent le pair et le nouveau fonds, menacé d'une nouvelle conver-

sion, pèse sur les cours des autres valeurs et élève fictivement le taux du loyer des capitaux. Nous verrons plus loin qu'on peut donner une portée plus grande aux effets des conversions sur ce point, en garantissant le nouveau fonds contre toute nouvelle conversion pendant un certain nombre d'années.

PRINCIPES GÉNÉRAUX DES CONVERSIONS DE DETTES PERPÉTUELLES

L'Etat qui procède à la conversion de sa dette perpétuelle doit-être prêt à rembourser le capital promis à ceux qui ne veulent pas accepter les conditions du nouveau contrat : le premier principe d'une conversion, c'est la sincérité de l'offre de remboursement. Comment faut-il entendre cette sincérité de l'Etat ? Il est clair que l'Etat qui fait une conversion n'a pas l'obligation de se procurer en numéraire la somme nécessaire au remboursement éventuel de tous les porteurs de la rente à convertir. La conversion, comme toutes les opérations de crédit a pour base une fiction, sans laquelle les banques, les caisses d'épargne, les maisons de commerce, même les plus modestes ne pourraient exister, pas plus que la dette flottante elle-même, qui se compose en partie de créances incessamment exigibles. Les banques, en effet, ne reposent-elles pas sur la certitude morale, que bien que l'universalité de leurs billets en circulation doive être remboursée à présentation et immédiatement changée

en espèces, elles ne sont cependant pas obligées de conserver en caisse une réserve en numéraire égale au montant de leurs émissions : il leur suffit d'en garder une partie, parce qu'elles savent bien que les porteurs de leurs billets ne se présenteront pas tous le même jour pour en demander le remboursement. Les versements faits aux caisses d'épargne constituent des créances immédiatement exigibles : on doit restituer le dépôt presque aussitôt qu'il est redemandé. Mais si on voulait administrer ces établissements, en supposant que tous les dépôts peuvent être redemandés au même instant, il faudrait conserver continuellement la disponibilité des fonds déposés sans en tirer aucun profit. Qui ne voit que ce serait la fin de ces établissements si utiles ? Comment faut-il donc entendre cette idée que l'offre de remboursement doit être sincère ? Il faudra que l'Etat soit en mesure de satisfaire aux demandes de remboursement qu'il est possible de prévoir : il y pourvoira au moyen d'avances remboursables effectuées par une banque comme cela a eu lieu le plus souvent en France et en Angleterre, ou bien par un emprunt émis aux taux du nouveau fonds proposé aux rentiers en remplacement de l'ancien ; ou bien encore au moyen de l'émission d'obligations du trésor, à court terme.

En Angleterre le parlement a autorisé M. Goschen,

à se servir pour la grande conversion de 1888, des fonds déposés dans les caisses d'épargne pour rembourser les capitalistes qui n'accepteraient pas la conversion. Il avait ainsi à sa disposition une somme de 60 millions de liv. st., si on déduit des 100 millions de liv. st. déposés, 40 millions d'annuités terminables.

M. Gladstone a insisté sur ce droit de l'Etat à employer les fonds des caisses d'épargne à faciliter les conversions c'est-à-dire en vue du remboursement. Dans ses rapports avec les caisses d'épargne, l'Etat disait-il n'est pas un curateur (*trustee*), mais un banquier. On pourrait être tenté d'étendre ce raisonnement à tous les pays où les caisses d'épargne ont un lien avec l'Etat. En France, par exemple, si on se reporte au rapport de la Commission de Surveillance de la caisse des dépôts et consignations duquel nous avons déjà parlé, on voit que le portefeuille des caisses d'épargne en 1896 est ainsi composé :

40.613,961 fr. de rente 30/0 perpétuelle ayant coûté 1.119.630.142 fr.

54.270.105 fr. de rente 30/0 amortissable ayant coûté 1.498.241.622 fr.

1.102.843 fr. de rente 3 1/2 0/0 ayant coûté 33.273 mille 894 fr.

Des bons du trésor pour 31 millions :

430.700 obligations du Trésor amortissables en 1923 pour 215.350.000 fr.

Autres obligations du Trésor également remboursables en 1923 pour 107.414.000 fr.

Obligations du Trésor provenant de la conversion de l'emprunt Morgan pour 218 millions.

Obligations du Trésor à court terme pour 21 millions.

Obligations de chemins de fer pour 9.456.000 fr.

Compte courant au Trésor, 92.445.000 fr.

Fonds déposés à la Banque de France (loi du 20 juillet 1895), 105 millions.

Supposons pour un moment que la thèse de M. Gladstone, en ce qui concerne les rapports de l'État et des caisses d'épargne, soit exacte, que l'État, représenté ici par la Caisse des dépôts et consignations, soit le banquier des caisses d'épargne. A quel élément de leur fortune s'adressera-t-on pour réaliser une somme aussi considérable pour rembourser les rentiers non consentants, dans le cas d'une conversion prochaine du 3 0/0 perpétuel ? Il ne faut pas oublier que cette opération embrassait un capital de plus de 15 milliards, et que pour peu qu'elle fût mal connue, elle exposerait l'État à des demandes de remboursement dont on ne peut prévoir le chiffre. Dans ces conditions, on ne sait pas comment l'État pourrait substituer à une partie des titres qui constituent le portefeuille des caisses

d'épargne, de nouveaux titres au taux de la conversion, sans entraîner une panique dans le monde des déposants. Nous avons vu plus haut que les conversions peuvent porter un coup sensible à ces établissements lorsque le fonds convertible constitue un des éléments importants de leur portefeuille. Il ne faut pas étendre au-delà les conséquences de ces opérations et si on ne peut leur assurer un succès complet, il faut, pour procéder au remboursement des porteurs non consentants, s'en tenir à l'un des moyens que nous avons précédemment indiqués, demander des avances à une Banque, ou émettre des bons du Trésor, si le capital à rembourser n'est pas trop considérable ; émettre un emprunt au taux de la conversion si les demandes de remboursement dépassent les limites nécessairement un peu choisies de ces deux procédés de crédit.

Mais au lieu de chercher les moyens de rembourser une partie de la dette à convertir, ne vaut-il pas mieux prévenir cette éventualité ?

L'expérience a montré que toutes les conversions bien faites n'ont donné lieu qu'à des demandes de remboursement très faibles. Pour les conversions anglaises de 1822, de 1830, de 1844, le chiffre des remboursements s'élève à peine à 2 0/0 du capital soumis à la conversion. Les conversions françaises de 1852, de 1883 et de 1894 eurent un suc-

cès encore plus complet. Recherchons donc quels sont les principes qui doivent gouverner les conversions.

Pour que la première condition que nous venons d'étudier se réalise, pour que l'offre de remboursement soit sincère, il faut que la situation du marché soit telle que l'Etat qui convertit sa dette obtiendrait facilement le numéraire nécessaire aux remboursements par un emprunt émis aux nouvelles conditions moins onéreuses pour lui. Il faut donc que la rente à convertir ait dépassé le pair. Si elle était au-dessous, le nouveau titre vaudrait encore moins, puisque par hypothèse il est plus avantageux pour les finances de l'Etat. Le crédit rentier, mis dans l'alternative de recevoir 100 fr. en espèces ou un titre valant moins de 100 fr. préférerait recevoir 100 fr. L'Etat rembourserait, mais il ne convertirait pas. Il ne trouverait évidemment pas le numéraire nécessaire au remboursement dans un emprunt émis au taux nouveau proposé aux rentes puisque ce taux serait sensiblement au-dessous de celui qui fixe son crédit. Il est difficile de préciser à quel cours au-dessus du pair, la conversion d'une rente devient possible : c'est au Gouvernement qui la propose de décider, après avoir bien sondé l'état du marché : c'est dire qu'en aucun cas, il ne doit chercher à devancer les faits, en faussant le cours des rentes par des spéculations à la hausse.

La conversion étant devenue possible par l'élévation du cours de la rente au-dessus du pair, à quel taux le nouveau fonds devra-t-il être émis pour que l'opération soit accueillie favorablement ? La proportion dans laquelle l'ancien titre aura dépassé le pair sera à cet égard un précieux indice. Le gouvernement aura à se demander si, étant donnée la situation du marché, le nouveau fonds est appelé à se coter au pair, au-dessus du pair ou au-dessous. Quoi qu'il en soit, ce fonds nouveau devra avoir une valeur commerciale au moins égale au pair de l'ancien titre.

Cette condition nécessaire n'est pas suffisante. Il faudra en outre qu'un avantage soit offert aux rentiers soumis à la conversion. Leur proposer un titre valant juste le pair de l'ancien, ce serait les placer dans un état d'indifférence. Pour que l'opération ait un heureux résultat, il faut que le nouveau titre soit préférable. Il sera donc nécessaire d'offrir un titre appelé à dépasser la valeur du pair de l'ancien, à moins que l'on ne préfère ajouter à cette valeur quelques petits avantages, comme cela s'est fait souvent en Angleterre où on accordait en complément une petite annuité viagère aux rentiers acceptant la conversion. Aujourd'hui les porteurs considèrent comme un avantage très précieux la garantie contre une nouvelle conversion pendant un certain nombre d'années. Ce délai ne

doit pas être trop long : il est ordinairement fixé à une dizaine d'années.

En opérant une conversion un Etat doit toujours songer aux conversions nouvelles que l'amélioration de son crédit rendra possibles dans un avenir plus ou moins éloigné. Nous verrons qu'il y a toute une catégorie de conversions, les conversions en rentes au-dessous du pair qui sacrifient ce principe, en même temps qu'elles augmentent notablement le capital de la dette nationale. On ne doit jamais convertir un fonds qui est au pair en un autre fonds qui en est très éloigné, reconnaissant ainsi aux rentiers un capital nominal beaucoup plus considérable que celui de l'ancienne dette.

Enfin, une dernière règle sur laquelle on est d'accord, en matière de conversion : c'est que ces opérations doivent être obligatoires pour tous les titres d'un même fonds : c'est-à-dire que l'on doit imposer à tous les porteurs de fonds à convertir l'alternative de choisir entre le remboursement au pair et le nouveau titre. Si on leur permettait de prendre un troisième parti, celui de garder leurs anciens titres, la conversion serait facultative. La rente étant au-dessus du pair, l'Etat pourrait convertir : au lieu de le faire, il offre au rentier de le garantir contre le risque d'une conversion possible à la condition qu'il consente à un petit sacrifice. Le

rentier est libre de refuser ou d'accepter. On ne le contraint pas, mais on le prévient qu'il perdra peut-être davantage plus tard s'il n'accepte pas la proposition qui lui est faite dès à présent. L'expérience a montré que les conversions facultatives n'ont jamais qu'un succès modéré. D'ailleurs l'existence de fonds menacés de la conversion pèse sur le marché des capitaux et entrave la hausse de toutes les valeurs; il n'y a qu'un moyen de supprimer cette cause de faiblesse qu'élève le loyer de l'argent d'une manière factice, c'est de rendre la conversion obligatoire: le titre de rente condamné disparaîtra ainsi entièrement. Il pourrait, en outre, se produire entre le sort des porteurs qui auraient accepté la conversion facultative et ceux qui l'auraient refusé des inégalités désavantageuses aux premiers et de nature à jeter la défaveur sur les conversions projetées ultérieurement.

On est moins d'accord sur le point de savoir si l'on doit présumer l'assentiment des porteurs, dans le cas où le dissentiment n'est pas notifié par eux, dans un certain délai, ordinairement très bref. Il nous semble qu'on ne doit pas demander aux rentiers une détermination trop hâtive, surtout si l'opération qu'on leur propose est un peu compliquée. M. Goschen n'a-t-il pas passé un peu la mesure en signifiant à une partie des porteurs soumis à la conversion anglaise de 1888 (les

porteurs du nouveau 3 0/0 consolidé) que si au 29 mars, ils n'avaient pas informé la Banque d'Angleterre qu'ils refusaient la conversion et qu'ils optaient pour le remboursement leur adhésion serait tenue pour acquise et l'échange de leur 3 0/0 ancien en fonds nouveau serait obligatoire ?

Des différents modes de conversions de dettes perpétuelles

Les conversions de dettes perpétuelles en dettes portant un intérêt moins élevé peuvent être rangées dans quatre catégories distinctes : conversions en rentes émises au pair ; conversions en rentes émises au-dessous du pair ; conversions avec soulte ; conversions différées.

Conversions en rentes émises au pair

Les titres d'un emprunt ont dépassé le pair de quelques unités ; ils sont cotés 106 fr. par exemple, et portent un intérêt de 5 fr. L'Etat qui les a émis est certain d'après l'état du marché, de se procurer des capitaux de 4 et demi 0/0. Il pourra donc offrir à ses prêteurs le remboursement à 100 fr. ou un titre nouveau portant un intérêt de 4 fr. 50 0/0. Une telle opération est une conversion en rentes émises au pair. Elle rem-

place l'ancien titre par un titre nouveau, dont la valeur commerciale (en Bourse) est la même ; il est remboursable au même chiffre, mais il donne droit à un arrérage moindre.

Ce mode de conversion est le plus simple de tous. Il n'est pas de rentier, si peu au courant des affaires, soit-il, qui ne comprenne, sans hésitation, la proposition qui lui est faite, il lui sera facile de faire un choix entre le remboursement et la conversion de son titre en un titre nouveau. Il n'aura qu'à se demander s'il lui est possible avec les 100 fr. qu'on est prêt à lui rembourser, d'acheter un titre assez solide et portant un intérêt supérieur à celui qu'on lui offre. Si la conversion est bien conçue, d'après les principes que nous avons indiqués, il n'y aura pas d'hésitation possible pour les rentiers. Nous avons vu, en effet, que l'Etat qui opère une conversion ne doit pas offrir au rentier un titre ayant une valeur justement égale au pair de l'ancien titre : ce serait le mettre dans un état d'indifférence ; or ce qui importe ici, c'est qu'il prenne une décision rapide, et pour arriver à le déterminer en faveur du titre nouveau, il faut lui offrir un avantage. L'Etat qui fait une conversion en rentes émises au pair, ne cherchera pas à réaliser toute l'économie que la baisse du taux de l'intérêt lui permettrait d'ailleurs d'obtenir ; il en abandonnera une partie au ren-

tier, dont le titre aura ainsi une valeur légèrement supérieure au pair. C'est ainsi que la conversion d'un fonds 5 0/0 possible, d'après l'état du marché, en 4 0/0, ne sera faite qu'en 4 1/2 0/0.

Avantages des conversions au pair.

Le premier avantage que présentent les conversions en rentes émises au pair, en dehors de l'économie réalisée sur les arrérages annuels, est que les demandes de remboursement seront très rares. Les rentiers ne trouvant pas de placement aussi avantageux que celui qui leur est offert s'empresseront d'accepter la conversion.

En second lieu ces opérations n'augmentent pas le capital de la dette, elles échappent ainsi à un des plus grands inconvénients que présentent les conversions en rente au-dessous du pair.

Enfin les conversions de ce genre ouvrent la voie à de nouvelles conversions. Les mêmes causes qui ont amené la hausse du fonds soumis à la conversion agiront sur le nouveau fonds, et lorsque celui-ci aura suffisamment dépassé le pair, on pourra procéder à une nouvelle conversion en un fonds portant un intérêt moins élevé. L'expérience nous montre que le taux de l'intérêt diminue sans cesse : les fonds d'État subissent comme toutes les valeurs cette loi économique et

l'État qui les a constitués peut, en opérant des conversions successives en rentes émises au pair, réduire dans des proportions considérables les arrérages de sa dette publique. Il est vrai que ce phénomène de l'abaissement progressif du taux de l'intérêt, quelque général qu'il soit, n'a rien de nécessaire : les causes qui l'ont produit sont susceptibles de disparaître, pendant un certain temps. Il se peut que dans un pays où les affaires étaient languissantes et où, par conséquent, les capitaux, trouvant difficilement un emploi, sont faiblement rémunérés, de grands travaux soient entrepris, qui, nécessitant de gros capitaux, amènent la hausse de l'intérêt. Les fonds publics délaissés par les rentiers pourraient tomber au-dessous du pair et les conversions deviendraient impossibles jusqu'à ce qu'ils aient de nouveau dépassé le pair. Quoi qu'il en soit, la tendance à la baisse progressive de l'intérêt est un phénomène économique d'ordre si général qu'il a frappé tous les économistes : qu'on l'attribue avec Stuart Mill à la productivité décroissante des capitaux ou avec M. Paul Leroy-Beaulieu au progrès de l'ordre social et économique, il n'en est pas moins vrai, qu'elle peut servir de base à une politique financière très sûre, en permettant des conversions successives à des taux de moins en moins élevés.

Objections économiques

On a fait aux conversions en rentes émises au pair deux objections d'ordre économique. La première consiste à dire que le rentier, menacé par la conversion, vendra ses titres, s'il n'en demande pas le remboursement : la rente baissera et le crédit public sera atteint. Les faits démontrent que cette objection est sans valeur. La plupart des conversions anglaises ont été faites en rentes émises au pair, le cours des consolidés a toujours été très ferme pendant la durée de ces opérations. Il en a été de même en France pendant toutes les conversions au pair qui ont été conçues d'après les principes que nous avons indiqués. Il faut faire une exception pour la conversion de 1852 qui donne lieu à quelques observations sur le point spécial que nous examinons. Il résulte, en effet, d'explications qui furent données à la Commission chargée d'examiner le projet du budget des dépenses de l'exercice 1853 (1), que peu de jours après le décret du 11 mars 1852 qui ordonnait la conversion des rentes 5 0/0 en 4 1/2, le cours des rentes descendit un instant au-dessous du pair. Cette baisse subite pouvait, quelque courte que fût sa durée, provoquer des demandes de remboursement

1. Rapport de M. le comte Chasseloup-Laubat sur le projet du budget des dépenses de l'exercice 1853, p. 25.

imprévues et causer les plus graves embarras financiers au gouvernement. Pour les prévenir, il fut passé du 19 au 20 mars, entre le gouvernement et des banquiers, divers traités par lesquels ils s'engageaient à acheter des rentes, pour une somme pouvant s'élever à environ 140 millions. Les banquiers avaient la faculté de demander le remboursement des rentes ainsi achetées, ou d'en conserver l'inscription. Il leur fut alloué un droit de commission de 0 fr. 75 cent. par chaque 5 fr. de rentes rachetés, et grâce à cette combinaison, qui ne donna lieu qu'à une dépense peu considérable, l'opération s'acheva avec un succès complet. Dès le 19 mai, le 5 0/0 remontait au-dessus du pair, et il se maintenait entre 100 fr. 10 et 100 fr. 60 jusqu'à la clôture de la conversion.

L'agitation qui s'était produite sur le marché avait plusieurs causes, qu'il serait peut-être difficile d'analyser avec précision, mais dont la principale apparaît clairement. La conversion proposée était prématurée. En effet, le vendredi 11 mars, c'est-à-dire trois jours avant le décret qui ordonnait la conversion, le 5 0/0 était à 103 fr. 20 à l'ouverture et à 103 fr. 40 à la clôture; le 3 0/0 à 68 fr. 20 et 68 fr. 60; le 4 1/2 0/0 à 89 et 89 fr. 50 et le 4 0/0 à 83 fr. Le 4 1/20/0 coté au-dessous de 90 fr. rapportait plus de 5 0/0. Le 4 0/0 rapportait 48,819. Ces deux fonds préférés par l'épargne se capi-

talisaient donc aux environs de 3 0/0. Le taux du crédit de l'Etat n'était donc pas comme le prétendait M. Bineau, représenté par du 4 1/2 0/0 ; et peut-être même aurait-il difficilement trouvé à contracter un emprunt à 5 0/0. C'est donc à la violation d'un principe fondamental des conversions qu'il faut attribuer en grande partie, l'agitation du marché pendant les opérations de la conversion de 1852 : il n'y a là rien de particulier au mode spécial que nous étudions ; et si on examine l'état du marché après la conversion, on peut se rendre compte que les rentiers menacés d'une nouvelle conversion n'abandonnèrent pas les rentes 4 1/2 0/0. Le Décret de 1852 avait suspendu le droit de remboursement pour dix ans. En 1862, au moment où ce délai expirait, M. Fould convenait que le 4 1/2 était le placement préféré par l'épargne (1). La moyenne des titres 5 0/0 était en 1852 de 250 fr. ; à la même date, celles des titres 3 0/0 était de 574 fr. En 1860, la moyenne des inscriptions en 4 1/2, fonds qui avait remplacé le 5 0/0 était de 236 fr. la rente s'était donc encore plus répandue. Quant aux rentes 3 0/0 leur moyenne était de 375 fr. c'est-à-dire égale à 1 fr. près à celle de 1852. En 1862 à la veille d'une conversion possible du 4 et demi 0/0 la moyenne des inscriptions de cette rente était de 243

1. Labeyrie. *Traité des conversions de rentes.*

fr. Celle du 5 0/0, après les emprunts de 1857 était de 457 fr. Ces chiffres nous montrent que la menace d'une conversion n'a aucune influence sur les habitudes des rentiers et que le crédit public ne doit en redouter aucune atteinte.

Il ne saurait davantage être compromis par des demandes de remboursement considérables, si la conversion est bien conduite. Les conversions anglaises qui pour la plupart, ont été faites en rentes émises au pair, n'ont donné lieu qu'à des remboursements qui dépassèrent rarement 2 0/0 des rentes à convertir. Il faut en excepter la conversion de 1824 qui donna lieu au remboursement de plus de 6 millions de liv. st., somme égale à 8 0/0 du capital soumis à la conversion. Cette proportion assez considérable de demandes de remboursement tenait à plusieurs causes : d'abord la réduction d'un demi 0/0 était le maximum de ce qui pouvait être demandé aux porteurs de rentes (il s'agissait de convertir des consolidés 4 0/0 en 3 1/2) ; on n'avait pas observé le principe que nous avons posé plus haut : à savoir que l'Etat qui opère une conversion en rentes émises au pair doit renoncer à réaliser toute l'économie que le cours des valeurs rend possible : il aurait fallu convertir le 4 0/0 en 3,75, ou bien attendre pour faire la conversion que faite en 3 1/2 0/0, elle présentât un avantage pour les porteurs de rente. En

second lieu, le délai d'option, qui dans la conversion de 1822, avait été fixé à 12 jours, fut prolongé pendant 42 jours. Un Etat qui convertit sa dette, doit évidemment laisser aux porteurs le temps de réfléchir à la détermination qu'on leur demande de prendre : mais lorsque l'opération proposée, revêt la forme si simple d'une conversion au pair, un délai d'une dizaine de jours est très suffisant ; le prolonger au delà, c'est créer une période d'incertitude très favorable à une agitation du marché, qui peut compromettre l'opération projetée.

On peut faire sur la conversion anglaise de 1824, une troisième observation qui explique dans une certaine mesure, les remboursements auxquels elle donne lieu. Tandis qu'en 1822 le silence des rentiers avait été interprété dans le sens de l'adhésion à la conversion ; en 1824, au contraire, les porteurs de 4 0/0, qui ne firent pas connaître leur adhésion, furent remboursés. Depuis, on a toujours considéré comme acceptant la conversion les porteurs qui ne manifestaient par leur désir d'être remboursés, dans un certain délai. C'est un principe excellent, à condition de ne pas demander aux porteurs de faire leur option dans un délai trop court.

Sur un dernier point, la conversion de 1824 était encore défectueuse : le fonds nouveau n'était garanti

contre une nouvelle conversion que pour cinq ans. Ce délai de garantie est ordinairement fixé à dix années.

En France les conversions en rentes émises au pair de 1852, de 1883 et de 1894 n'ont donné lieu à des demandes de remboursement que pour un capital très faible relativement à celui des rentes soumises à la conversion.

On a fait aux conversions en rentes émises au pair une autre objection d'ordre économique. Nous avons dit qu'au point de vue économique une conversion avait un effet très heureux en ce qu'elle détruisait l'obstacle qui arrête l'essor de l'élévation des cours des autres fonds. Cet obstacle c'est la menace de remboursement qui est suspendue sur le fonds qui a notablement dépassé le pair. Les conversions au pair, a-t-on dit, ne le feront pas disparaître : le nouveau fonds aura bientôt dépassé le pair et sera de nouveau menacé de conversion. Il y a un moyen bien simple de faire disparaître cet obstacle, temporairement, au moins, en garantissant le fonds nouveau contre toute nouvelle conversion pendant un certain temps, que l'on fixe ordinairement à dix ans. La conversion possible après l'expiration du délai n'en sera pas compromise : sans doute la rente baissera à mesure que le terme fixé approchera, mais elle se tiendra encore assez au-dessus du pair pour permettre une nouvelle conversion. Re-

prenons l'exemple de la conversion de 1852. Le nouveau fonds 4 1/2 0/0 était garanti pendant dix années contre l'exercice du droit de remboursement. Il existait alors des rentes 4 1/2 qui ne jouissaient pas de la même garantie. Il suffit de rechercher quels étaient les cours respectifs de ces deux fonds pour apprécier l'influence de la garantie (1). En 1852, le cours moyen du 4 1/2 garanti a été de 103 fr. 22 et celui du 4 1/2 soumis au remboursement de 94 fr. 87. En 1853, 1854, 1855, les cours moyens ont été de 102 fr. 79, 96 fr. 09 et 93 fr. 43 pour le premier de ces fonds et de 99 fr. 81, 93 fr. 48 et 89 fr. 69 pour le second. En 1858 le terme approche : le 4 1/2 ancien n'est coté que 85 fr. 24, le 4 1/2 nouveau au contraire est à 95 fr. 22 soit une différence de dix francs environ. En 1861 le cours du 4 1/2 immédiatement remboursable est de 93 fr. 87 ; en 1862 il est de 96 fr. 74. En 1861, le cours de la rente garantie est de 96 fr. 70 ; en 1862, il est de 97 fr. 97. Au moment même où expirait le délai de garantie, il y avait encore une différence sensible entre les cours des deux fonds. Telle est donc l'influence de la garantie contre le remboursement : il est donc exact de dire qu'elle fait disparaître l'inconvénient que nous avons indiqué.

1. Labeyrie.

Sur un projet de conversion du 3 0/0 perpétuel en rentes émises au pair.

La dette perpétuelle comprend aujourd'hui en France deux fonds : le 3 et demi 0/0 provenant de la conversion de 1894 et garanti contre toute nouvelle conversion jusqu'en 1902 et le 3 0/0 immédiatement convertible. Ce dernier fonds a atteint ces temps derniers, le cours de 105 fr., il était donc capitalisé à 2,85 et il fut fortement question de sa conversion. Il est assez difficile de connaître exactement le taux du crédit de l'Etat lorsqu'il n'existe pas de fonds d'Etat d'un type sensiblement inférieur à celui de la rente à convertir.

Cependant, on pouvait penser étant donné la langueur des affaires et l'abondance des capitaux à la recherche d'un placement solide qu'un emprunt à 2 3/4 garanti pendant une dizaine d'années contre l'exercice du droit de remboursement serait accueilli avec faveur. On aurait donc pu proposer une conversion au pair du 3 0/0 perpétuel en 2 3/4 et, pour favoriser l'essor de la rente nouvelle accordée aux porteurs du nouveau fonds un délai de garantie de quinze ou vingt années. M. Paul Leroy-Beaulieu qui proposait une conversion en rentes un peu au-dessous du pair, comme nous le verrons plus loin disait avec raison : « si l'on doit jamais faire une conversion, on aurait avantage à

ne pas laisser la rente 3 0/0 s'élever beaucoup plus. C'est une erreur de croire que la hausse fort au-dessus du pair facilite la conversion d'une rente; au contraire, cette hausse, quand elle est trop forte, la complique, parce qu'il est de bonne politique que le rentier avec la rente nouvelle et réduite puisse retrouver les cours de la rente ancienne » (1).

Depuis cette époque le 3 0/0 a baissé : il est aujourd'hui (28 septembre) à 103 fr. Cette baisse coïncidant avec les événements politiques les plus favorables à une hausse des fonds français, ne peut s'interpréter que comme une réponse des porteurs aux bruits de conversion qui s'étaient répandus dans la presse. Les rentiers intéressés ont immédiatement fait connaître leur opinion en vendant leurs titres. Tout projet de conversion est aujourd'hui abandonné. D'ailleurs les circonstances sont peut-être peu favorables à une mesure de ce genre. Avant de l'entreprendre, un ministre des finances ne doit-il pas s'assurer par une étude très sérieuse du marché, qu'il n'existe pas des placements aussi solides et aussi avantageux que la rente à convertir ou plus rémunérateurs que la rente nouvelle offerte aux porteurs des anciens titres ? N'y aurait-il pas à craindre que les porteurs de 3 0/0 ne préférassent au 2 3/4 0/0 (à supposer que l'on optât pour ce taux d'intérêt) la rente

1. *Journal des Débats*, n° du 22 juillet 1897.

3 1/2 qui leur rapporte 3,26 0/0 environ et n'est convertible que dans cinq ans, ou le 3 0/0 amortissable qui donne un intérêt de 2,81 0/0 et n'est pas convertible comme nous le verrons plus loin, ou encore les obligations 3 0/0 de chemin de fer, presque au pair et rapportant 2,40 0/0 ; ou même les nouvelles obligations 2 1/2 ne procurant que 2,65 0 0 d'arrérages, mais assurant une prime de remboursement d'une quarantaine de francs.

Les conversions de 1883 et de 1894 ont été opérées dans des circonstances autrement favorables. En 1883, les obligations de chemin de fer étaient à 360 et 365 fr. : elles se capitalisaient à 3 fr. 80 et constituaient un placement inférieur de 70 cent. à la rente 4 et demi proposée aux porteurs de la rente convertie. Le 3 0/0 au cours de 79 fr. rapportait également 3 fr. 80 0/0. Il n'y avait donc pas de déclassement à craindre.

En 1894, le 3 0/0 était à 98 fr. et ne rapportait guère plus de 3 fr. 06 0/0. Les obligations de chemin de fer avaient été l'objet d'une hausse considérable et ne rapportaient plus que 2 fr. 90 0/0. Aussi la conversion Burdeau eut-elle un succès considérable.

De plus, au moment où ces deux conversions ont été faites, il existait un cours français d'un type inférieur (en 1883) et égal (en 1894) à celui des rentes offertes aux porteurs des titres soumis à la conversion. Les cours

du 5 0/0 furent pour le ministre des finances un précieux indice du crédit de l'Etat. Cet élément de comparaison manque aujourd'hui et cette circonstance sera pour un ministre prudent une source d'hésitations très légitimes. Le succès des emprunts de Madagascar et d'Annam nous paraît insuffisant pour les faire disparaître. A moins que l'Etat, imitant l'exemple des Compagnies de chemin de fer et celui de la ville de Paris, ne crée un type de rente d'un taux inférieur à 3 0/0. Il est très probable que les Compagnies, qui se sont réservé le droit de conversion, en useront dès que le public sera familiarisé avec le type de leurs nouvelles obligations 2 1/2 0/0.

Des conversions en rentes émises au-dessous du pair

Les rentes constituées en un fonds nominalement peu élevé sont toujours vendues pour un capital relativement plus considérable que les rentes constituées dans un fonds nominalement plus élevé : en d'autres termes, une unité d'arrérages en une rente d'un type bas a toujours une valeur commerciale (en Bourse) plus élevée que la même unité en un type haut. Cet écart entre le taux de capitalisation de deux rentes d'un type différent à sa source dans la loi même de leur émission. D'après cette loi 1 fr. de rente 3 0/0 ne peut être rem-

boursé qu'à $100/3 = 33$ fr. 33, tandis que 1 fr. de rente $3\frac{1}{2}$, par exemple, est remboursable à $100/3,5 = 28$ fr. 57. Il y a donc une grande probabilité que l'Etat débiteur remboursera le titre $3,5$ de préférence au titre $3\ 0/0$. Cette perspective d'un remboursement plus prochain arrête l'essor de la rente du type le plus élevé : la spéculation à la hausse l'abandonne, pour le fonds du type bas, dont les cours restant ordinairement très au-dessous de celui du remboursement peut être imposé par l'Etat débiteur. Cette observation se vérifiait d'une manière éclatante lorsque notre dette publique comprenait des fonds émis à des taux très différents, en 5 et en $3\ 0/0$, par exemple. Lorsque la rente $5\ 0/0$ était aux environs du cours de 108 fr., la rente $3\ 0/0$ atteignait le cours de 73 fr. ; la première était capitalisée à 4 fr. 60 cent. et la seconde à 4 fr. 10 : un franc de rente $5\ 0/0$ valait 21 fr. 60, tandis qu'un franc de rente $3\ 0/0$ valait 24 fr. 33.

C'est sur cette observation qu'est fondé le second système de conversions de dettes perpétuelles que nous allons étudier : système des conversions en rentes émises au-dessous du pair. Supposons un instant que notre dette publique comprenne encore des fonds $5\ 0/0$ et des fonds $3\ 0/0$, aux taux respectifs que nous venons d'indiquer : 108 fr. pour le $5\ 0/0$ et 73 fr. pour le $3\ 0/0$: la première se capitalisant à 4 fr. 63 et la se-

conde à 4 fr. 10. L'Etat veut-il opérer la conversion du fonds 5 1/2 en un fonds portant un intérêt moins élevé ? Deux systèmes se présentent à lui. D'abord il pourra convertir le fonds 5 0/0 en 4 et demi au pair : il devra alors donner à la place de l'ancien titre, un titre nouveau rapportant 4 fr. 50 d'arrérages annuels, valant 100 fr., remboursable à 100 fr. et procurant au Trésor une économie annuelle de 0 fr. 50 d'arrérages, sans augmentation du capital de la dette. C'est le premier système que nous avons exposé. Si, au contraire, l'Etat veut faire le pair de l'ancien titre au moyen de rentes 3 0/0, il sera obligé de donner au moins : 1° un titre de rente 3 0/0 coté 73 fr. ; 2° une fraction de titre de rente 3 0/0 cotée $100 - 70 = 27$ fr. — total 100 fr. Or, ces deux titres coûteront à l'Etat : le premier 3 fr. d'arrérages et le second 0 fr. 81 ; soit, en tout, 3 fr. 81 L'économie réalisée sera de 5. 3,81 = 1 fr. 19 cent. Mais le titre 3 0/0 sera remboursable à $100 + 27 = 127$ fr. soit une augmentation de 27 fr. de capital par titre. De là le nom de conversions avec augmentation de capital, qui a souvent été donné aux conversions de ce genre. On en pourrait résumer les caractères, dans la définition suivante : une conversion, en rentes émises au-dessous du pair, est une opération par laquelle l'Etat offre à ses débiteurs l'option entre le remboursement de leur titre ou l'acceptation d'un titre et d'une fraction

de titres nouveaux, donnant droit ensemble à un arrérage moindre ; ayant réuni une valeur commerciale égale au pair de l'ancien titre, mais obligeant l'Etat au remboursement éventuel d'un capital d'un chiffre supérieur à ce pair.

Les conversions en rentes émises au-dessous du pair ont eu des défenseurs ardents et des adversaires convaincus. Toute conversion s'analyse en deux opérations distinctes : extinction d'une dette ancienne, création d'une dette nouvelle : un remboursement et un emprunt. Les conversions, que nous étudions en ce moment, se décomposent ainsi en un remboursement de la rente du type le plus élevé et en une émission d'un emprunt au-dessous du pair. Elles présentent donc tous les inconvénients des emprunts de ce genre. Tous les économistes sont d'accord pour les repousser : ils leur reprochent de grever la dette publique d'un capital de remboursement supérieur au capital reçu : cette prime offerte au rentier peut atteindre un chiffre relativement très considérable.

On comprend que cette éventualité impressionne ceux qui pensent qu'un Etat doit toujours penser à rembourser sa dette. C'est un souci qui préoccupe peu les banquiers et les spéculateurs. « Ces personnages, dit M. Paul Leroy-Beaulieu, par leur langage technique et leur prétendue compétence, font impression sur le

public. Les banquiers sont précisément les hommes qui, pour la conduite des finances publiques, méritent le moins de confiance. Leur intérêt est d'embrouiller autant que possible les finances des Etats, afin de se réserver des commissions, des primes, des occasions d'arbitrage » (1). Quoi que l'on pense de cette opinion passionnée ; il faut bien reconnaître que les emprunts émis au-dessus du pair, ont été inventés et toujours soutenus par la haute finance : c'est elle aussi qui inventa et se fit l'ardente propagatrice des conversions en rentes émises au-dessus du pair.

Elle leur attribuait deux avantages indiqués par M. Isaac Pereire (2) : 1^o L'économie à obtenir peut être plus forte que dans une conversion au pair ; 2^o la réduction, quoique plus dure pour le rentier, serait largement compensée par l'espoir, par la certitude même d'une amélioration plus ou moins importante de son capital. Sur le premier point, M. Labeyrie a montré, par de savants calculs, que si l'on voulait amortir le capital fictif ajouté à la dette par une conversion d'un fonds 5 0/0 en un fonds 3 0/0, en prenant pour base les cours que nous avons indiqués plus haut, la conversion en 3 0/0 émis au-dessous du pair ne produirait

1. Leroy Beaulieu, *op. cit.*, tome II, p. 338.

2. *Questions financières*, p. 63.

3. Labeyrie, *op. cit.*, 118-120.

pas une économie plus forte que la conversion en 4 1/2 au pair, la différence entre les deux économies réalisées, par l'un et l'autre système, devant être employée pendant cinquante-quatre années ou pendant trente-sept années au minimum à la reconstitution du capital fictivement augmenté. Mais, nous l'avons déjà dit, les partisans des conversions en rentes émises au-dessous du pair, ne s'inquiètent pas de l'accroissement du capital de la dette et son amortissement leur est indifférent. Il s'agit, pour eux, d'obtenir à tout prix la plus forte réduction d'arrérages possible : il est vrai que si l'on considère seulement l'instant même où l'opération s'effectue, la conversion en rentes émises au-dessous du pair produira une économie immédiate, sensiblement plus élevée que la conversion en rentes émises au pair. Pour reprendre l'exemple cité plus haut, une conversion d'un fonds 5 0/0 au cours de 108 fr. en un fonds 3 0/0 au cours de 73 fr., procurerait au Trésor une économie de 1 fr. 19 par titre, tandis que la conversion du même fonds en un fonds 4 1/2 0/0 émis au pair, ne procurerait qu'une économie de 0 fr. 50 par titre.

Mais ne voit-on pas qu'une telle manière de comprendre la réduction des intérêts de la dette perpétuelle sacrifie l'avenir ? En étudiant les principes des conversions, nous avons établi qu'une conversion ne

devait jamais compromettre la possibilité des conversions ultérieures, que la hausse constante des fonds publics permettrait de réaliser.

Ce principe est tout à fait méconnu par les partisans des conversions en rentes émises au-dessous du pair. Le fonds nouveau, émis à un taux très éloigné du pair, ne s'en rapprochera que très lentement et à plus forte raison ne le dépassera-t-il que dans un nombre d'années difficile à prévoir et toujours très considérable : émettre un fonds à un taux éloigné du pair, c'est renoncer d'avance à en réduire les arrérages par une conversion ; et bien plus que la reconnaissance à l'égard des créanciers d'un capital supérieur au capital reçu, cet inconvénient constitue le grief le plus solide que les économistes reprochent aux emprunts et aux conversions en rentes émises au-dessous du pair.

« Entre le 5 0/0 et le 3 0/0 au pair, il existe, dit M. Labeyrie (1) un écart de 2 fr. d'intérêt... une opération régulière produirait une économie immédiate de 50 cent., et laisserait la perspective d'économies ultérieures de 1 fr. 50 cent. sans augmentation de capital. La mesure qui a toujours été vantée par la haute finance donne une économie de quelques centimes plus forte, au lieu d'une première réduction de 0 fr. 50 cent., elle assure une réduction de 80 à 90 cent.

1. Labeyrie, *op. cit.*

Admettons... que la différence entre les deux opérations soit net de 30 cent. et calculons la valeur des différentes réductions dans le présent et dans l'avenir. La valeur actuelle de l'économie perpétuelle de 30 cent. est exactement 7 fr. 059 en 4 1/4 0/0, qui est à peu près le taux du crédit de l'Etat dans les circonstances prévues.

Quelle sera en opposition la valeur des trois économies de 50 cent. produites par les conversions successives au pair du 4 1/2 en 4, de 4 en 3 1/2, et de 3 1/2 en 3, en admettant que ces trois opérations se fassent après le dixième, la vingtième et la quarantième année et que l'intérêt soit de 4 0/0 en moyenne.

La valeur actuelle d'une réduction de 50 cent. faite dans dix ans sur la rente perpétuelle est de 8 fr. 445.

La valeur actuelle de la seconde réduction de 60 cent. faite dans 20 ans est de 5 fr. 705.

Enfin la valeur actuelle de la troisième réduction de 50 cent. faite dans 40 ans sera de 2 fr. 6,036.

Ces trois réductions représentent actuellement pour l'Etat un bénéfice de 16 fr. 7,536, tandis que le « supplément d'économies de 30 cent. obtenu par la conversion en 3 0/0 n'a qu'une valeur actuelle de 7 fr. 0,59 : en admettant même que ce surcroît d'économie fut de 50 cent., sa valeur ne serait encore que de 12 fr. 50. La différence serait dans un cas de 9

« fr. 6,946 et dans l'autre de 4 fr. 2,536 seulement,
« mais toujours à l'avantage du 4 1/2. De quelque
« façon qu'on établisse les calculs et qu'on pose les
« chiffres, à quelque échéance éloignée que l'on sup-
« pose les réductions successives, la valeur actuelle
« de ces réductions est toujours supérieure à la valeur
« de la différence entre l'économie produite par la
« conversion en 4 1/2 et celle produite par la conver-
« sion en 3 0/0 ». Et M. Labeyrie concluait ainsi :
« On ne peut donc prétendre que le 3 0/0 réalise une
« économie plus forte qu'en négligeant toutes les don-
« nées qui sont essentielles dans l'opération, en ne
« s'occupant ni de la somme nécessaire pour l'amor-
« tissement du capital fictivement augmenté, ni de la
« valeur réelle, sérieuse, actuelle des réductions succes-
« sives qui sont rendues impossibles ».

Reste le second avantage que les partisans des conversions en rentes émises au-dessous du pair leur attribuent, en faveur des rentiers celui-là. Sans doute, disent-ils, l'intérêt est réduit dans une proportion plus forte que par une conversion, les rentes émises au pair, mais le rentier aura comme compensation, la certitude de l'amélioration de son capital : il la réalisera en vendant son titre dès que celui-ci approchera du pair. Cet avantage est évident : il s'agit seulement de savoir si c'est celui que les ren-

tiers recherchent. Or, il est impossible de douter sur ce point. Ce qui a de tout temps déterminé les rentiers en faveur des fonds d'État, c'est leur solidité, la fixité de leurs cours, la facilité de les réaliser à tout moment, sans courir un risque de perte sur le prix d'achat, toutes conditions incompatibles avec des fonds sensiblement au-dessous du pair. Ainsi que nous l'avons déjà dit, les spéculateurs seuls ont intérêt aux émissions de rentes au-dessous du pair : les fonds publics doivent être soustraits autant que possible à leur action.

*Sur un projet de conversion du 3 0/0 perpétuel en rentes
au-dessous du pair*

Tel était l'état de la question lorsque notre dette publique, comprenant des fonds d'un taux très différent, l'État pouvait être tenté de convertir le plus élevé au taux du plus bas. Comment se pose-t-elle aujourd'hui que notre dette ne comprend que des fonds d'un taux très rapproché, et dont les cours respectifs ont dépassé le pair : le 3 0/0 est à 105 fr. et le 3 1/2 à 108 fr. Le fonds 3 1/2 provenant de la conversion de 1894 est garanti contre toute nouvelle conversion jusqu'en 1902. Le 3 0/0, au contraire, est immédiatement convertible. Comment se fera cette conversion ? En étudiant le système des conversions en rentes émises au pair, nous avons montré une première solution qui

consisterait à faire la conversion en 2 3/4 au pair. Cette opération produirait une économie annuelle de 38 millions sur les arrérages de la dette publique. M. Leroy-Beaulieu propose (1), au contraire, la conversion du 3 0/0 en 2,60 au taux de 96 ou 97 fr., soit une conversion en un fonds un peu au-dessous du pair. L'économie ainsi réalisée serait de 55 à 56 millions d'arrérages, soit une différence de 17 ou de 18 millions en faveur de la conversion en rentes un peu au-dessous du pair en regard de laquelle il faudrait mettre une augmentation du capital de la dette de 608 millions, si on adopte le taux de 96 fr. et de 456 millions, si on émet le fonds nouveau à 97 fr. De deux choses l'une, ou bien on voudra amortir ce capital fictif et il serait alors facile, en reprenant les calculs de M. Labeyrie, dont nous avons plus haut donné le détail, de démontrer que pendant une longue période, l'économie supplétive de 0 fr. 15 cent. sera absorbée par cet amortissement ; ou bien on abandonne toute idée d'amortissement, et alors on enfreint, dans une mesure bien restreinte il est vrai, un des principes généraux des conversions : à savoir qu'une opération de ce genre ne doit pas augmenter notablement le capital de la dette. Il est assez difficile de dire quand

1. *Journal des Débats* du 22 juillet 1897.

cette augmentation devient trop forte ; c'est une question d'appréciation. Si l'on rapproche du chiffre de 15 milliards qui représente approximativement le capital des rentes 3 0/0 à convertir le chiffre de 608 millions qui représente l'augmentation maxima du capital de la dette par la conversion en 2,60, on peut bien soutenir que cette augmentation n'a rien d'inquiétant.

Il resterait à examiner si la différence de 17 ou de 18 millions établie en faveur d'une conversion en 2,60 à 96 ou 97 fr. et la conversion en 2,75 au pair compense l'augmentation fictive du capital. M. Paul Leroy-Beaulieu qui attend de la conversion du 3 0/0 un moyen de supprimer l'impôt foncier sur les propriétés non bâties a été amené à lui demander la réduction la plus considérable qu'on en pût obtenir. Sans doute, il n'y a pas de conversion plus utile que celle qui a pour conséquence un dégrèvement d'impôts, surtout lorsqu'il s'agit d'un impôt aussi mal établi que celui-là. Mais si l'on fixe à l'avance la destination des économies que la conversion produira, n'est-on pas tenté d'en déterminer les conditions précisément de manière à en obtenir une diminution d'arrérages assez forte pour remplir le but proposé ? On pourrait faire aussi une réserve sur ce chiffre de 2.60 avec lequel les rentiers auraient quelque peine à se familiariser, habitués qu'ils sont à compter par fractions plus simples, par demi et par

quart de franc. La proposition de M. Leroy-Beaulieu n'a évidemment rien de révolutionnaire, elle se recommande même du but excellent qu'il poursuit : la disparition de l'impôt foncier rural : mais à la conversion qu'il indique nous préférons la conversion plus simple et presque aussi avantageuse en 2 3/4 au pair.

Nous verrons en étudiant les conversions différées s'il n'y aurait pas une autre manière d'opérer le cours de 3 0/0.

**Les conversions en rentes au-dessous du pair en
Angleterre et en France.**

Conversion anglaise de 1822.

L'histoire financière des divers Etats nous offre quelques exemples de conversions en rentes émises au-dessous du pair. La première fut opérée en Angleterre en 1822. A cette époque le 4 0/0 était coté aux environs de 90 fr. : il n'était donc pas possible d'offrir aux porteurs de 5 0/0 la conversion de leurs titres en 4 0/0. Le chancelier de l'Echiquier, M. Van-Sittard proposa aux porteurs de consolidés 5 0/0 le choix entre le remboursement de leur capital ou des titres nouveaux en 4 0/0 offerts à 105 fr. En Angleterre, au lieu d'indiquer le prix réel des emprunts par un dési-

gnation au-dessous du pair, on fixe le prix du nouveau titre, en établissant le rapport entre la somme de 100 fr. à verser par les souscripteurs et le capital dont l'Etat se reconnaît débiteur. En France, au contraire, le rapport est établi entre la somme à verser par les prêteurs et le capital de 100 fr. dont l'Etat se reconnaît débiteur. Le procédé anglais a l'avantage de faire immédiatement saisir l'augmentation factice du capital consenti par l'Etat. En réalité, proposer aux porteurs de consolidés l'option entre le remboursement et l'échange de leurs titres 5 0/0 contre des titres 4 0/0 avec augmentation de 5 fr. par titre, cela revient exactement au même que de leur proposer la conversion du 5 0/0 en 4 0/0 à 95 fr. 238. A chaque porteur d'un titre de 5 0/0, on donnait une inscription nouvelle de 4 fr. 20 de rente en 4 0/0. La réduction d'intérêt qui était de 0 fr. 80 cent., soit 16 centièmes était compensée par une augmentation du capital de 5 0/0. L'opération était très avantageuse pour le Trésor puisque l'augmentation de capital était très faible relativement à la diminution des arrérages et elle devait être favorablement accueillie par les rentiers, dont les nouveaux titres étaient garantis, pendant huit années, contre toute conversion nouvelle. Le montant en capital nominal des titres 5 0/0 était de 152.422.143 liv. st., soit plus de 3 milliards 810 millions de francs. Les demandes

de remboursement s'élevèrent à 2.794.318 liv. st., soit 70 millions de francs environ : elles n'atteignirent donc pas tout à fait 20/0. Les intérêts de la dette 30/0 étaient de 7.481.391 liv.st. ; les intérêts de la nouvelle dette 40/0 étaient de 6.284.368 liv. st. On réalisait donc une économie de 1.197.023 liv. st. soit de 30 millions de francs environ, pour une augmentation de capital de 7.481.363 liv. st. soit 187 millions de francs environ. La conversion de 1822 n'avait donc pas dépassé la mesure dans laquelle une conversion au-dessous du pair peut donner de bons résultats.

Projet de M. Gladstone en 1853

En 1853 M. Gladstone publia un projet de conversion qui présentait, sur certains points au moins, les caractères d'une conversion en rentes émises au-dessous du pair. Il est intéressant à connaître parceque l'une de ses dispositions avait précisément pour but de remédier à l'inconvénient présenté par l'augmentation du capital. Voici dans quelles circonstances M. Gladstone proposa son projet de conversion (1). Le 3 1/2 0/0 provenant de la conversion de 1844, qui appartient à la catégorie des conversions différées que nous étudierons plus loin, devait devenir en 1854 du 3 0/0. Si l'on at-

1. Cucheval-Clarigny. *Essai sur l'amortissement et les emprunts d'Etat.*

tendait cette date, la conversion embrasserait la totalité de la dette ramenée à ce type unique. Or, les conversions précédentes avaient réussi surtout parce qu'elles étaient l'imitées : parce qu'elles n'avaient porté que sur une partie de la dette. M. Gladstone pensait qu'il serait prudent de tenter une conversion avant cette échéance. Les consolidés 3 0/0 s'élevaient alors à 12 milliards et demi, soit un capital double de celui qu'avait embrassé la conversion de 1884, la plus considérable qui eût été opérée.

Une autre difficulté provenait de l'impossibilité où se trouvait le gouvernement de rembourser la plus grande partie des titres soumis à la conversion, à moins d'un avis préalable, donné une année à l'avance. Mais ces obstacles n'étaient pas de nature à arrêter cet ardent ouvrier de la réduction de la dette publique qu'a toujours été M. Gladstone. Puisque la conversion ne pouvait être obligatoire, elle serait facultative ; et comme le succès de ces opérations dépend de l'attrait que les propositions faites aux rentiers peuvent présenter, M. Gladstone résolut de leur faire des offres variées. Son plan comprenait trois dispositions. La première consistait à proposer l'échange de consolidés contre des bons de l'Echiquier. La seconde, limitée à un capital de 750 millions consistait à convertir le 3 0/0 en un fonds 2 1/2 0/0, avec une bonification de 10 0/0 sur le capi-

tal. Le porteur d'un titre de rente de 100 fr. en 3 0/0 recevrait un titre de 110 fr. en 2 1/2 en réalité, c'était une conversion de 3 0/0 en 2 1/2 à 90 fr. 90. Le nouveau fonds était garanti pendant 40 ans contre toute nouvelle conversion. Ce délai de garantie, beaucoup plus étendu qu'il ne l'est ordinairement s'expliquait par cette considération que M. Gladstone voyait dans le 2 1/2 0/0 ainsi créé un type de consolidés dans lequel serait venue se fonder, après des conversions successives, la plus grande partie de la dette anglaise.

La troisième proposition faite aux porteurs de consolidés 3 0/0 avait pour objet de compenser les résultats de la seconde, en ce qui concerne l'augmentation du capital : elle s'adressait à tous les porteurs de consolidés, sans aucune limitation et consistait à leur offrir une apparente augmentation de revenu, moyennant un sacrifice sur le capital. Pour 100 liv. st. de 3 0/0, les rentiers recevraient 82 liv. 1/2 d'un nouveau 3 1/2 0/0, garanti pendant 40 ans contre toute nouvelle conversion, et rapportant 2 liv. 17 sh. 9 p. au lieu de 3 livres. L'économie annuelle sur les arrérages n'était plus que de 2 shillings et 3 pence, soit 3,40 0/0 à peine ; mais l'Etat bénéficierait d'une réduction de 17 1/2 0/0 sur le capital de la dette convertie.

Le projet de M. Gladstone était ingénieux, mais assez compliqué ; et si l'on ne doit pas mesurer le succès probable d'une conversion sur sa simplicité, il n'en est pas moins vrai qu'il faut encore tenir compte de la difficulté avec laquelle la masse des rentiers, peu versée dans les calculs financiers, appréciera les avantages d'une opération aussi complexe. Le plus clair résultat du projet de M. Gladstone fut la demande de remboursement formée par la Compagnie de la Mer du Sud, pour un capital d'environ 200 millions, représentés par la créance et les annuités dont l'Etat était débiteur envers elle : elles avaient été comprises dans le plan de la conversion. A la suite de cette demande, le projet de M. Gladstone échoua : le 2 1/2 ne trouva preneur que pour un peu plus de 75 millions de capital et le nouveau 3 1/2 pour 6 millions.

Conversion anglaise de 1884

Une troisième conversion en rentes émises au-dessous du pair, ou mieux une conversion avec augmentation de capital, comme on dit en Angleterre, a été faite en 1884. Le 25 avril de cette année, M. Childers, chancelier de l'Echiquier, annonçait une conversion du 3 0/0 consolidé et du 3 0/0 réduit, qui d'après la loi de 1870 sont remboursables moyennant un avis donné un an d'avance. La conversion ne s'appli-

quait pas au nouveau 3 0/0 qui provient des emprunts émis à ce taux depuis 1815 et peut être remboursé, sans avis préalable. De même qu'en 1853, la conversion ne pouvait être que facultative : elle se fit en 2 3/4 au taux de 102 liv. par 100, ou en 2 1/2 au taux de 108 liv. au choix des porteurs. On leur laissait d'ailleurs un très long délai pour se déterminer en faveur de l'un ou de l'autre des deux fonds offerts. La loi du 3 juillet 1884 assignait à l'opération un délai de deux ans, qui fut prolongé jusqu'au 17 octobre suivant. Les rentes 3 0/0 à convertir s'élevaient à 62.761.000 liv. st. en capital (1). Il a été présenté à la conversion par les particuliers 9.686.000 liv. st. et par le gouvernement 11.962.000 liv. st. en tout 21.648.000 liv. st. L'option des rentiers a porté, en capital, sur le 2 1/2 0/0 pour 18.660.000 liv. st. et sur le 2 3/4 0/0 pour 4.451.000 liv. st. Ils ont préféré le fonds 2 1/2 0/0 à 92 fr. 96 au 2 2/4 à 97 fr. 34. Cette conversion, comme toutes les conversions facultatives, n'a eu qu'un succès très modéré.

Projet de M. de Villèle en 1824.

Le premier projet de conversion qui ait été présenté en France présentait les caractères d'une conversion en rentes émises au-dessous du pair. C'est le projet de M.

1. *Dict. des finances*, p. 1273.

de Villèle en 1824. Il était ainsi conçu : « Le ministre des finances est autorisé à substituer des rentes 3 0/0 à celles des rentes déjà créées par l'Etat à 3 0/0, soit qu'il opère par échange des 5 contre des 3 0/0, soit qu'il rembourse les 5 au moyen de la négociation des 3 0/0. L'opération ne pourra être faite qu'autant : 1° qu'elle aura conservé aux porteurs des 5 0/0 la faculté d'opter entre le remboursement du capital nominal et la conversion en 3 0/0 au taux de 75 fr. » Le rapporteur de la Commission nommée par la Chambre pour examiner le projet disait « qu'il aurait été préférable pour l'Etat de créer du 4 0/0 au pair que du 3 0/0 à 7 fr. ; mais, ajoutait-il, ni les créanciers, ni les compagnies n'auraient accepté un fonds qui pouvant s'élever bientôt au-dessus du pair, les aurait exposés à un nouveau remboursement ou à une nouvelle réduction. » Il eût suffi de garantir le fonds nouveau, pendant une dizaine d'années contre toute nouvelle conversion, pour assurer le succès de la conversion en rentes 4 0/0 émises au pair. Mais une conversion de ce genre n'eût pas fait l'affaire des banquiers, dont le gouvernement s'était assuré le concours : le champ laissé à la spéculation par l'émission de rentes 3 0/0 à 75 fr. devait être pour eux une source de bénéfices considérables.

Dans la discussion qui s'ouvrit devant la Chambre, un membre de la droite, M. de La Bourdonnaye criti-

qua le projet qui excitait la cupidité des agioteurs par l'appât d'un bénéfice de 25 0/0 sur le nouvel emprunt. M. Humman, partisan convaincu des conversions, n'admettait pas davantage un abaissement immédiat du taux de l'intérêt de 5 à 3 : il aurait préféré un fonds 4 0/0 qui, même émis un peu au-dessous du pair, n'eût pas augmenté le capital de la dette, dans une proportion aussi forte. Les députés de l'opposition attaquèrent très vivement ce projet qui augmentait le capital de la dette de près d'un milliard et « favorisait l'agiotage le plus effréné. » Impressionné par une proposition de conversion en 4 0/0 de M. Leroy à laquelle la Chambre se montrait favorable, M. de Villèle modifia son projet ; et il déclara que l'on pourrait laisser aux rentiers pendant quinze mois de plus la jouissance de leur revenu actuel, en leur accordant la faculté de prendre au lieu du 3 0/0 à 75 fr. du 4 0/0 au pair avec continuation de la jouissance de 5 fr. de rente jusqu'au 1^{er} janvier 1826. Les deux fonds proposés auraient produit le même revenu et une augmentation d'un franc de plus pendant une année n'aurait pas compensé au profit du 4 0/0 les chances d'accroissement du capital du 3 0/0. Les rentiers n'eussent pas hésité dans leur choix. C'est ce que les adversaires de M. de Villèle n'eurent pas de peine à prouver, et le projet du ministre fut voté tel qu'il avait été conçu.

Devant la Chambre des pairs, la question de l'augmentation du capital fut également agitée. M. Roy dit que la conversion proposée n'était avantageuse que pour les joueurs et les spéculateurs. Il ajoutait qu'il n'y avait aucune comparaison à établir entre le rentier qui entrait dans la rente pour y rester et le spéculateur qui n'y entrait que pour en sortir, l'un ne voyant que son revenu, l'autre que le bénéfice à faire par la revente. Il proposait de substituer à la conversion proposée en 3 0/0 une conversion en 4 1/2. Ce contre-projet fut repoussé. Un amendement de M. Mollien tendant à convertir 100 millions de 5 0/0 en 3 0/0 et le reste, soit 40 millions, en 4 0/0, eut le même sort. Le projet de M. Villèle ne fut pas voté; et cela fut heureux car les résultats de la conversion qu'il proposait eussent été détestables, aussi bien à l'égard de l'Etat qu'à l'égard des rentiers. Tout ce qu'il eût été possible de faire pour réduire les arrérages de la dette publique, ç'eût été de faire la conversion en 4 0/0 à un taux voisin du pair 97 ou 98 fr. ou tout au moins en 4 1/2 au pair. La situation n'était pas très favorable à une conversion. M. de Villèle avait bien dit, dans son exposé des motifs : « Notre rente a dépassée le pair : elle se vend au-dessus, avec la connaissance d'un prochain remboursement ou d'une réduction des intérêts à 4. Elle serait à 110 ou à 115, si la loyauté du gouvernement ne l'eût

porté à laisser pénétrer ses intentions à mesure qu'il a conçu l'espérance de les réaliser. » En réalité, la hausse du 5 0/0 était tout à fait factice : elle était l'œuvre des banquiers, qui connaissant les intentions de M. de Villèle, et escomptant d'avance les bénéfices que la conversion leur promettait, s'étaient empressés de la faciliter en achetant en masse des rentes 5 0/0.

Conversion de Villèle en 1825

En 1825, M. de Villèle toujours fidèle à ses projets de conversion, proposa de convertir le 5 0/0 en 3 0/0 au taux de 75 fr. ou en 4 1/2 au pair, ce dernier fonds étant garanti contre l'exercice du droit de remboursement jusqu'au 22 septembre 1835. Cette seconde partie de la proposition était irréprochable. Mais la première fut l'objet des mêmes objections que le projet de 1824. La conversion n'en fut pas moins votée et elle eut les résultats suivants (1) : Sur 140 millions de rentes 5 0/0 qui étaient entre les mains des particuliers, il n'y eut guère que le quart de converti : 30.574.116 fr. de rentes 5 0/0 furent échangés contre 24.459.035 fr. de rentes 3 0/0 à 75 fr. et 1.149.841 fr. de rentes 3 0/0 furent converties en 1.034.764 fr. de rentes 4 1/2 0/0. L'économie annuelle en arriérages fut de 6.230.157 fr.

1. Leroy Beaulieu, *op. cit.*, p. 496.

pour une augmentation de capital de 203.816.802 fr. Ajoutons que la conversion était facultative : ce qui explique qu'elle n'ait embrassé que le quart des rentes 5 0/0. Une conversion obligatoire en 4 1/2 au pair eût procuré au Trésor une économie beaucoup plus considérable soit : 20 millions de francs sans augmentation du capital. •

Les enseignements de l'histoire financière confirment donc ceux de la science. Les conversions en rentes émises au-dessous du pair n'ont de bons résultats que lorsque le fonds nouveau émis à un taux très voisin du pair permet de réaliser une économie annuelle considérable relativement à l'augmentation du capital.

Des conversions avec soulte

En étudiant les conversions en rentes émises au-dessous du pair, nous avons dit pourquoi les rentes d'un type bas sont toujours cotées relativement plus haut, en Bourse, que les rentes d'un type élevé. Ce serait bien mal choisir un exemple que de citer les cours respectifs du 3 1/2 et du 3 0/0 français. Sans doute, le 3 0/0 étant à 105 fr. et le 3 1/2 à 108 fr., l'observation ci-dessus paraît encore vraie aujourd'hui.

1. Leroy-Beaulieu, *op. cit.* p. 496.

Mais ce n'est là qu'une apparence, allons au fond des choses. Nous savons que ce qui arrête l'essor de l'élévation des cours d'un fonds d'Etat, c'est pour une grande partie, la menace du remboursement dont ils sont susceptibles. Or le 3 0/0 est immédiatement convertible, tandis que le 3 1/2 est garanti contre toute nouvelle conversion jusqu'en 1902. C'est le fonds du type bas, qui sera très probablement converti le premier, contrairement à ce qui se passe d'ordinaire. Malgré ce renversement des conditions où les fonds d'Etat sont ordinairement placés, un franc de rente 3 0/0, vaut en Bourse 35 fr., tandis qu'un franc de rente 3 et demi ne vaut que 30 fr. 85. Quoi qu'il en soit, on comprend que si l'Etat opérant une conversion d'un fonds portant un intérêt élevé en un nouveau fonds portant un intérêt moindre, servait aux rentiers la même somme d'arrérages dans le nouveau fonds, il leur donnerait par franc de rente un avantage égal à la différence des prix des deux fonds. C'est ainsi que par une conversion du 3 1/2 en 3 0/0, à supposer qu'elle fût possible, le rentier ferait un bénéfice de 4 fr. 15 par franc de rente. La conversion avec soulte consiste à proposer au rentier la novation de son titre de rente, en un titre d'un type plus bas, donnant droit aux mêmes arrérages, à la condition qu'il renonce au profit de l'Etat, à une partie de l'avantage qui lui est fait. Une pareille opération

constitue un emprunt déguisé. L'Etat qui a besoin d'argent, peut ainsi sans contracter un véritable emprunt, se procurer un capital nouveau, sans être obligé de servir à ses créanciers des arrérages plus élevés. Mais le capital de remboursement des rentes converties par ce procédé sera beaucoup plus élevé, alors même que les nouvelles rentes seraient émises au pair. Reprenons l'exemple cité plus haut. Un franc de rente 3 1/2 0/0 étant remboursable à 28 fr. 57, tandis qu'un franc de rente 3 0/0 est remboursable à 33 fr. 33, une conversion avec soulte du 3 1/2 0/0 en 3 0/0, augmenterait le capital nominal de la dette de 4 fr. 76 par franc de rente convertie : c'est le prix de la portion qu'obtient l'Etat sur le bénéfice de 4 fr. 15 procuré au rentier. Pour ceux qui pensent que l'augmentation du capital de la dette publique est indifférente et que son amortissement est une chimère, les opérations de ce genre constituent un procédé commode de se procurer des fonds.

On pourrait concevoir l'opération de la façon suivante. L'Etat dirait aux porteurs de 3 1/2 0/0 : « Votre titre vaut aujourd'hui 108 fr. Je pourrais vous demander d'opter entre le remboursement à 100 fr. et l'acceptation d'un titre nouveau en 3 0/0. Mais j'ai besoin d'argent. Je continuerai à vous servir les mêmes arrérages. Le revenu de 0 fr. 50 dont vous allez bénéficier

vaudrait en rentes perpétuelles 10 fr. 80, au cours du 3 1/2 0/0 : je ne m'engage pas à vous servir indéfiniment les mêmes arrérages. Je limite mon engagement à 10 ans, pendant toute cette période, vous êtes assurés de recevoir 3 fr. 50 par titre, de revenu. Il est juste que vous me donniez comme compensation de l'abandon de mon droit, un capital représentant la valeur actuelle des 10 annuités de 50 cent. que vous toucherez. Ce sera la soulte que vous allez me verser immédiatement ». Pour déterminer les rentiers à accepter cette proposition, on fixerait la soulte à une somme inférieure à la valeur actuelle des annuités promises. La différence constituerait un premier bénéfice pour eux et ils auraient l'espérance de jouir de leurs revenus de 3 fr. 50 pendant plus de dix ans, au cas où la conversion ne serait pas possible, étant donné l'état du marché à l'expiration du délai de garantie. Les rentiers qui auraient à leur disposition la somme demandée comme soulte s'empresseraient d'accepter les propositions de l'Etat débiteur. Une opération du genre de celle que nous venons de décrire serait une conversion, il y aurait en effet modification dans la situation de l'Etat vis-à-vis de ses créanciers, et le remboursement étant offert aux porteurs des titres convertis, l'opération serait parfaitement régulière.

Elle n'en constituerait pas moins un véritable em-

prunt amortissable par annuité : il serait plus avantageux pour l'Etat de contracter un emprunt ordinaire, qui lui procurerait un capital beaucoup plus considérable. L'Etat ferait d'abord la conversion et pourrait affecter les bénéfices de l'opération à l'amortissement du nouvel emprunt.

Le véritable aspect sous lequel se présentent, dans la pratique, les conversions avec soulte, c'est celui de conversions en rentes émises au-dessous du pair. L'Etat peut alors réclamer une soulte beaucoup plus forte, proportionnée à la différence des taux de capitalisation des deux rentes.

Il a été fait en France trois conversions avec soulte. Nous réservons la conversion de 1875 que nous étudierons dans le chapitre consacré aux conversions de dettes amortissables. Restent la conversion de 1862 et celle de 1887.

Conversion de 1862

Dans un rapport adressé à l'empereur le 21 janvier 1862, M. Fould, ministre des finances, exposait la situation de la dette flottante, qui s'élevait déjà à plus d'un milliard, indiquait comment il espérait la diminuer, sans avoir recours à un emprunt. « La progression du revenu, disait-il, nous conduira vers ce but ; « il sera plus promptement atteint, si les pouvoirs

« publics autorisent, par leur vote, une opération qui
« réaliserait un progrès bien désirable, dans notre régime financier, en nous faisant faire un pas décisif
« vers l'unité de la dette publique et en procurant
« des ressources importantes au trésor. Depuis longtemps, tous les hommes versés dans les finances
« regrettent que l'Etat mette lui-même une entrave au
« mouvement ascensionnel des fonds publics en entretenant la rivalité des deux fonds qui constituent la
« dette nationale et dont l'un se trouve limité dans son
« essor, par la crainte d'un remboursement ». Nous
avons dit plus haut ce qu'il faut penser des conversions
comme moyen d'unifier la dette et de l'influence exercée
sur les cours des fonds publics par la coexistence de deux
fonds d'un type différent. « Le 14 mars 1862 (le 22 mars exactement) ajoute M. Fould, l'Etat recouvre le droit qu'il avait lui-même suspendu pour dix
ans d'offrir à ses créanciers l'alternative d'une conversion ou d'un remboursement. Si les circonstances ne
permettaient pas alors de leur faire cette offre, la concurrence que le 4 1/2 ferait au 3/2 n'en deviendrait
que plus fâcheuse pour les intérêts de l'Etat et de la majorité des rentiers.

« La rente 4 1/2 est en général le fonds de placement de petites fortunes, et le Gouvernement doit se préoccuper de situations dignes de ménagements. Ne

serait-il pas possible, sans abandonner, les intérêts et les droits de l'Etat, d'assurer aux rentiers ce qui fait l'objet de leur préoccupation principale, la conservation de leur revenu actuel ?

« On satisferait à la fois aux intérêts de l'Etat et à ceux de ses créanciers, en offrant aux porteurs de titres la faculté d'échanger leurs titres de rente contre un nouveau titre, leur assurant un même revenu en 3 0/0. Mais cet avantage ne pourrait leur être accordé sans une compensation pour le Trésor, car l'Etat, par le fait de cet échange, deviendrait débiteur d'un capital plus considérable et satisferait à l'avance le bénéfice éventuel que pourrait lui procurer la conversion obligatoire du titre 3 0/0.

« Si les porteurs des titres, pour se garantir contre le remboursement, voulaient en ce moment, faire eux-mêmes leur conversion, ils ne pourraient échanger leurs titres contre une inscription produisant le même revenu en 3 0/0, sans déboursier une somme assez considérable. Au taux actuel des deux fonds, et en tenant compte de la différence de jouissance, cette soulte serait d'environ 800 fr. pour 450 fr. de rente. Toutefois, les rentiers seraient fondés à attendre du Trésor aujourd'hui des conditions plus favorables que celles qui leur seraient imposées lorsque l'Etat serait rentré dans le droit du remboursement. Une concession pourrait donc être

faite aux rentiers qui useraient de la faculté d'échanger leurs titres. Un autre avantage pourrait leur être accordé, celui de toucher les arrérages tous les trois mois au lieu de les recevoir par semestre.

« La soulte qui serait payée au Trésor serait appliquée tout entière à la réduction de la dette flottante. Les rentes titres s'élèvent en ce moment à 173.353.243 fr. Une soulte de 800 fr. par 450 fr. de rente produirait une somme de 300 millions environ.

« La conversion serait entièrement facultative mais le succès ne semble pas douteux, si la somme à demander aux rentiers en échange d'un accroissement de leur capital est établie d'après un calcul équitable et prudent. Votre gouvernement pourrait alors se féliciter d'avoir complètement achevé la conversion et recueillerait promptement le bénéfice de cette opération par l'essor que prendrait le 3 0/0 désormais dégagé des entraves que lui crée aujourd'hui un fonds rival. »

Nous avons tenu à citer tout au long ce passage du rapport de M. Fould parce qu'il expose très clairement l'opération proposée et les résultats que l'on en attendait : d'abord, l'unification de la dette. Nous nous sommes déjà expliqués sur ce point. Ensuite, et c'était le but principal de la conversion, la dette flottante devait être réduite grâce au capital obtenu des rentiers. Le ministre expliquait très bien que la soulte demandée

aux porteurs, serait le prix de l'augmentation du capital consentie par l'État, et de la perte éprouvée par lui, de ce fait qu'une conversion obligatoire en 3 0/0 ne serait plus possible. Le projet de M. Fould fut généralement approuvé par une presse servile, sauf par M. Casimir-Périer qui dans la *Réforme financière* démontrait que si la totalité du 4 1/2 était convertie, l'État toucherait environ 208 millions ; mais que, comme on renonce à effacer du Grand-Livre 19 millions de rentes, l'argent qu'on recevrait équivaldrait à un emprunt à 9 0/0. Il ne croyait pas aux avantages de l'unification de la dette, et il rappelait qu'avant 1848, malgré la menace d'une conversion, le 5 0/0 était coté 123 fr. et le 3 0/0 85 fr. L'essor du 5 0/0 n'avait donc pas été paralysé. « C'est une grave détermination, ajoutait-il, que la conversion actuelle ; c'est emprunter à gros intérêt ; c'est suivant l'expression d'un écrivain, vendre son droit d'aînesse pour un plat de lentilles (n° du 15 février).

Devant le Corps législatif, le projet Fould fut vivement attaqué par M. Darimon d'abord, qui démontra que la conversion était désastreuse pour le Trésor, et ne présentait aucun avantage pour les rentiers, et surtout par M. Koewigswarter, adversaire des conversions en rentes émises au-dessous du pair ; quoique banquier, ce financier estimait que renoncer à une économie de

plus de 50 millions, et augmenter la dette d'un capital de 1900 millions; c'était faire de grands sacrifices pour obtenir 200 millions.

Il eut préféré que l'on contractât un emprunt de 300 millions. Il citait le rapport de M. Bineau qui, en 1852, critiquait les conversions en rentes émises au-dessous du pair, parce qu'elles augmentent le capital de la dette, pour en diminuer l'intérêt dans une proportion plus forte ; et il se demandait ce qu'aurait pensé le prédécesseur de M. Fould d'une opération qui augmentait le capital de la dette sans en diminuer les arrérages. L'orateur du gouvernement, M. Vuitry, ne manqua pas de faire ressortir le caractère facultatif de l'opération et il conclut ainsi : « Il pourrait arriver cependant que les rentiers, croyant que le remboursement est impossible, persistassent à conserver leurs rentes 4 1/2. Dans un avenir prochain, ils regretteraient d'avoir refusé les conditions plus avantageuses qu'on leur offre aujourd'hui ». Il avertissait les rentiers qu'ils couraient le risque d'être plus tard soumis à une conversion obligatoire plus rigoureuse ; comme nous l'avons vu plus haut, c'est le moyen de persuasion, ou plutôt d'intimidation généralement employé par tous les gouvernements, pour assurer le succès d'une conversion facultative.

M. Picard, qui prit la parole après l'orateur du gou-

vernement, voyait, dans la conversion, une mesure complexe que l'on appelait conversion, mais qui n'était pas la conversion entendue dans le sens habituel du mot, qui en était au contraire l'opposé. On proposait de permettre aux rentiers de racheter, moyennant une soulte, le droit de l'État de rembourser les rentes à 4 1/2 au pair de 100 fr. Ce n'était donc pas la réduction d'intérêts obtenue par l'abaissement du loyer des capitaux : ce n'était pas la réduction qui avait été appliquée successivement à la dette anglaise et qui avait produit l'unification véritable : c'était une opération où l'État partageait avec les rentiers la hausse du 30/0. « Que coûtera cette mesure à l'État ? continuait M. Picard, c'est l'abandon en premier lieu de la faculté de réduire. La première réduction du 4 1/2 en 4 0/0 produira 19 millions ; avec les autres réductions successives, les économies se chiffreraient par 56 millions ». Après quelques discours où la conversion proposée fut examinée au point de vue politique, plutôt qu'au point de vue financier, le projet fut voté, renvoyé au Sénat qui le vota après un rapport de M. d'Audiffret qui lui trouvait le grand mérite de tendre à l'unification de la dette, idée chère à cet écrivain financier.

La loi de conversion facultative en rentes 3 0/0 des rentes 4 1/2 0/0 et des obligations trentenaires fut promulgué le 2 février. En voici les dispositions essentielles :

Art. 1^{er}. Le ministre des finances est autorisé à inscrire au Grand Livre de la dette publique, de nouvelles rentes 3 0/0 portant jouissance du 1^{er} avril 1862 et payables de trois mois en trois mois, à partir de ladite époque, pour les échanges contre les rentes 4 1/2 0/0, les rentes 4 0/0 et les obligations trentenaires du Trésor dont les propriétaires demandent la conversion.

Art. 2. Les propriétaires de rentes 4 1/2 et 4 0/0 qui en formeraient la demande, dans le délai de vingt jours à partir de la promulgation de la présente loi, recevront de nouveaux titres d'une somme égale en rentes 3 0/0 créées en vertu de l'art précédent en échange de leurs titres 4 1/2 et 4 0/0, qui seront immédiatement annulés.

Art. 3. Cet échange aura lieu moyennant l'engagement souscrit par le rentier de verser au Trésor public une somme proportionnelle au montant des rentes à convertir. Un décret impérial déterminera le versement à faire pour chaque quotité de 4 fr. 50 ou de 4 fr. de rentes, les termes et les conditions de paiement ainsi que de l'échange des titres.

Voici l'art. 2 du décret annoncé :

La soulte à verser au trésor, pour l'échange des rentes 4 1/2 et 4 0/0 contre des rentes 3 0/0 de création nouvelle est fixée, savoir :

A la somme de 5 fr. 40 pour 4 fr. 50 de rentes 4 1/2 0/0.

A la somme de 1 fr. 20 pour 4 fr. de rentes 4 0/0.

La libération en aura lieu en six termes égaux et trimestriels du 1^{er} juillet 1892 au 1^{er} octobre 1863.

Les requérants auront la faculté de se libérer d'un ou plusieurs termes, par anticipation. Il leur sera, dans ce cas bonifié un intérêt calculé au taux de 40/0 par an.

A ces textes, il faut joindre une série de circulaires où le ministre demandait à tous les fonctionnaires de province, dépendant de son ministère, de concourir au succès de l'opération en la faisant bien connaître aux porteurs dont l'indifférence eût été fatale. Il expliquait que le gouvernement s'était efforcé de concilier l'obligation qui lui était imposée de diminuer les charges de l'Etat, avec l'intérêt qu'avaient les rentiers de conserver l'intégralité de leur revenu. C'était reprendre l'idée qui avait guidé Laffitte en 1824, dans son fameux projet que nous étudierons un peu plus loin dans le chapitre consacré aux conversions différées. Des considérations de cette nature ont le grand inconvénient de faire entrer dans l'esprit du public, un doute sur la légitimité de la mesure proposée. Le porteur a vite fait de confondre son droit avec son intérêt.

Malgré les efforts du gouvernement, les demandes de conversion étaient rares. C'est alors que par une circulaire confidentielle, les Receveurs des finances furent autorisés à avancer le montant du semestre suivant aux propriétaires de rentes 4 1/2 0/0 qui vou-

draient affecter cette somme au paiement de la soulte.

Le ministre demandait le concours des évêques et des préfets pour la conversion des rentes appartenant aux fabriques et établissements religieux d'une part, et de l'autre aux établissements de bienfaisance. D'après une note publiée au *Moniteur*, le 3 mars, le chiffre des rentes 4 1/2 présentées à la conversion jusqu'au 4 mars s'élevait à 110 millions de rente. Le nombre des porteurs était de 29.235. La publication de cette note entraîna les rentrées et assura le succès relatif de l'opération. Le délai accordé aux porteurs fut prolongé. Dans son rapport, le ministre, après avoir exposé les heureux résultats de la conversion, ajoutait : « J'attends que les comptes définitifs de la conversion soient apurés pour me livrer à l'étude des mesures que j'aurai à soumettre ultérieurement à l'empereur, dans le but de faire disparaître définitivement du grand livre de notre dette nationale les rentes 4 1/2 et 4 0/0 dont l'existence n'est plus aujourd'hui qu'une exception plus apparente que réelle à l'unité de nos fonds publics ». Cette menace avait un but évident : elle était destinée à provoquer la hausse du 3 0/0. Il fallait bien que les spéculateurs pussent revendre avec bénéfice les rentes 3 0/0 qu'ils avaient achetées, pour faciliter la conversion. Elle n'eut aucun résultat. Le 3 0/0 qui au 8 février, jour de la discussion de la loi était

coté 71 fr. 20 baissa à 68 fr. 40 le 6 mars, jour de la clôture de la conversion.

Bien qu'il n'entre pas dans notre dessein de faire ici une histoire de la dette publique, nous avons cru devoir décrire avec quelques détails les phases de la conversion de 1862, pour montrer les difficultés que soulève une conversion avec soulte. Il nous reste maintenant à en exposer les résultats. Les rentes 4 1/2 0/0 s'élevaient alors à 173.310.437 fr. 133.619.587 fr. de ces rentes furent échangées contre autant de rentes 3 0/0 39.690.850 fr. de ces rentes restèrent donc inscrites au grand-livre. Le chiffre des rentes 4 0/0 rentrant alors était relativement faible. Elles ne s'élevaient qu'à 2.112.015 fr. dont 1.635.823 fr. furent échangés contre un chiffre égal de rentes 3 0/0. 476.192 fr. de ces rentes restèrent donc inscrites au grand livre. Le total des soultes était de 160.360.745. Si on en retranche les frais de l'opération, le Trésor n'encaissa que 157.820.295 fr. L'augmentation du capital s'éleva à 1 milliard 600 millions en chiffres ronds.

Les conséquences de la conversion de 1862 furent toutes différentes de celles qu'avait annoncées M.Fould. Les deux fond 4 1/4 et 3 0/0 qui, avant la conversion, étaient capitalisés, le premier à 4 fr. 70 et le second » 4 fr. 27 présentèrent dans les années suivantes une différence de capitalisation encore plus petite. En 1868,

elle était de 20 cent. au lieu de 43 qu'elle était en 1861, le 4 1/2 étant alors à 102 fr. 27 et le 3 0/0 à 71 fr. 41,

Les conversions de 1862 a laissé un souvenir détestable, elle avait méconnu le principe essentiel de toute conversion de rente d'un type élevé à savoir l'offre de remboursement au pair, elle jeta sur la légitimité des conversions un doute qui ne se dissipa que lentement pour le plus grand dommage de l'Etat et des contribuables.

Conversion avec soulte en 1887

Une seconde conversion avec soulte fut faite en France en 1887. Le 25 octobre de cette année, en déposant le projet de loi qui fixait le montant du budget extraordinaire, M. Rouvier annonçait qu'il se proposait de prélever une somme de 100 millions sur le produit de la conversion des rentes 4 1/2 et 4 0/0 en 3 0/0. Le projet de loi relatif à la conversion fut déposé le même jour. Dans son exposé des motifs, le ministre présentait cette mesure, comme l'accomplissement d'un devoir, le 3 0/0 étant capitalisé à un taux beaucoup plus bas que celui des autres fonds publics « L'Etat disait M. Rouvier, se rendrait coupable envers le monde des contribuables, s'il ne savait pas mettre

à profit l'amélioration du crédit public, pour alléger conformément aux contrats d'emprunts les charge de la dette. L'opinion ne comprendrait pas que l'Etat négligeât une mesure aussi naturelle et aussi légitime ». Le ministre ajoutait que le devoir du gouvernement était de supprimer les obstacles qui s'opposaient à la libre circulation des capitaux, à la diffusion du crédit, à l'abaissement du taux de l'intérêt.

Il résumait ainsi les alternatives qui seraient offertes aux porteurs de 4 1/2 et de 4 0/0. Ils pouvaient :

« Soit réclamer le remboursement de leurs rentes au pair, en espèces, c'est-à-dire 400 fr. par 4 fr. 50 de rente 4 1/2 0/0 et par 4 fr. de rente 4 0/0 ;

« Soit recevoir ce remboursement en rentes nouvelles 3 0/0 calculées au cours qui sera ultérieurement fixé par décret ;

« Soit, enfin, s'assurer le maintien de leurs arrérages actuels, moyennant : d'une part, l'échange de leurs titres comme dans le cas précédent ; et d'autre part, le paiement du supplément de rente 3 0/0 destiné à parfaire leur ancien revenu. Le paiement serait d'ailleurs échelonné de manière à donner aux rentiers toutes facilités pour se libérer. »

Le ministre estimait que sa combinaison réalisait un progrès marqué dans le sens de l'unification de la dette publique dont il était très partisan.

M. Ribot, rapporteur de la commission chargée d'examiner le projet, concluait en faveur de son admission, et il en évaluait ainsi le résultat probable.

« Cette opération ne procure au budget aucune économie, en ce sens que le chiffre de l'annuité restera le même. Mais elle procurera au Trésor un capital disponible, résultant de la différence de capitalisation du 3 0/0 nouveau et des fonds supprimés, des 4 1/2 et du 4 0/0.

« En effet, l'Etat ne remboursera qu'une somme de 827 millions environ aux porteurs de l'ancien 4 1/2 0/0 et de 11 millions environ aux porteurs du 4 0/0 ; soit au total, 838 millions, tandis qu'avec l'annuité d'un peu plus de 37 millions et demi restée libre au budget, il se procurera, au taux probable d'émission du 3 0/0 nouveau, un capital d'un peu plus de 1 milliard. La différence qu'on peut évaluer à 165 millions constituera le bénéfice de l'opération. »

La loi du 7 novembre 1887 qui ordonnait la conversion, comprenait les principales dispositions suivantes :

Art. 1^{er}. — Le ministre des finances est autorisé :

1° A inscrire au Grand-Livre de la dette publique et à aliéner, au mieux des intérêts du Trésor, une somme de 37.623.997 fr. de rentes 3 0/0 portant jouissance du 1^{er} janvier 1888 ;

2° A rembourser à raison de 100 fr. par 4 fr. 50 de rente 4 1/2 0/0 ou par 4 fr. de rente 4 0/0 les rentes 4 1/2 0/0 (ancien fonds) et les rentes 4 0/0 inscrites au Grand-Livre de la dette publique.

Art. 2. — Dans l'attribution des rentes 3 0/0 à aliéner, en exécution de l'art.^{1er} ci-dessus, un droit de préférence sera réservé aux détenteurs de rentes dont le remboursement est autorisé par le même article.

Ce droit de préférence pourra être exercé par les détenteurs de rentes 4 1/2 0/0 (ancien fonds) ou de rentes 4 0/0 : soit jusqu'à concurrence seulement de la rente 3 0/0 à laquelle leur donne droit le taux de conversion fixé par un décret, en échange des rentes 4 1/2 0/0 ou 4 0/0 dont il est détenteur ; soit, en outre, pour une somme de rente 3 0/0 égale au montant de la réduction que sa rente a subie, par le fait de la conversion, sans toutefois que cette somme de rente puisse comprendre des fractions de franc.

Art. 3. — Tout propriétaire de rentes 4 1/2 0/0 (ancien fonds) ou de rentes 4 0/0 qui, dans un délai de dix jours, à courir de l'époque qui sera fixée par un décret, n'aura pas demandé le remboursement effectif ou fait connaître son intention de souscrire l'intégralité de la rente à laquelle il a droit, en vertu de l'article précédent, sera considéré comme exerçant son droit de

préférence, jusqu'à concurrence de la rente à laquelle lui donne droit le taux fixé par la conversion.

La conversion de 1887 était un véritable emprunt de 165 millions. En 1862, l'emprunt était déguisé ; la conversion était facultative : celle de 1887 était obligatoire : il fallait choisir entre le remboursement au pair ou l'échange des rentes 4 1/2 et 4 0/0 contre des rentes 4 0/0. Il est vrai qu'elle accordait aux rentiers qui voudraient conserver l'intégralité de leur revenu, le privilège de souscrire, avec droit de préférence, pour une quotité correspondante du nouveau 3 0/0. Cette faveur était-elle réelle ? Nous ne le pensons pas. A quoi pouvait lui servir ce droit de préférence sur lequel on paraissait fonder, en partie, le succès probable de l'opération ? Est-ce que le rentier qui désirait acheter de la rente 3 0/0 en avait besoin pour se présenter à la Bourse ?

Les porteurs qui ne feraient pas connaître leur option dans un délai de dix jours (art. 3), devraient être considérés comme acquiesçant à la conversion et leurs titres seraient convertis d'office. Ce délai était peut-être un peu court pour se rendre un compte exact des avantages de l'opération proposée.

Le ministre s'était fait autoriser (art. 10) à passer, avec la Banque de France, des conventions destinées à faciliter les opérations prévues par la loi. Les actions

de la Banque furent l'objet d'une hausse considérable, en prévision des bénéfices que cet établissement réaliserait de son concours à la conversion. L'insuccès relatif de l'opération était donc escompté à l'avance. Les remboursements s'élevèrent à 80.638.086 fr. (1). Les avances consenties par la Banque s'élevèrent à 70 millions.

Nous avons vu que l'art. 12 de la loi du 7 novembre 1887 autorisait la création de 37.632.997 fr. de rentes 3 0/0 sur ce chiffre 28.382.095 fr. 31 furent attribués aux rentiers convertis ; il ne fut fait usage que pour 1.792.886 fr. du droit de préférence accordé aux rentiers, désireux de conserver l'intégralité de leur revenu, en achetant au taux de 80 fr. 10, qui fut fixé par un décret, le complément de rente nécessaire. L'échange se faisait moyennant 0 fr. 833 de rente 3 0/0 contre 1 fr. de rente 4 1/2, soit 3 fr. 7485 de rente 3 0/0 contre 1 fr. de rente 4 1/2 7.488.015 fr. 69 ne furent pas compris dans l'opération, faute de demandes de la part du public. Il en résulta un certain déclassement, les titulaires des nouvelles rentes avaient eu la faveur de se faire délivrer à leur choix des titres nominatifs ou des titres au porteur : les rentes soumises à la conversion étaient représentées pour les 5 septièmes

1. Cucheval-Clarigny. *Finances de la France*, p. 330.

par des titres nominatifs : elles furent remplacées par 90.834 inscriptions au porteur et par 85.075 inscriptions nominatives seulement. On en peut conclure qu'une quantité notable de rentes avaient changé de mains, et on trouve ici encore la trace de l'intervention des établissements de crédit qui étaient venus en aide au gouvernement sur le marché de la Bourse.

Notons en passant qu'au cours de la discussion qui eut lieu à la Chambre, M. Siegfried présenta un amendement tendant à faire la conversion en 40/0 au lieu de 30/0. Il fut rejeté et le principe de l'unification de la dette triompha définitivement.

Comme le faisait prévoir M. Ribot, la Convention de 1887 n'a procuré au Trésor aucune économie réelle, puisque l'on a greffé sur cette opération un emprunt nouveau, jusqu'à concurrence du maintien de l'annuité antérieure, et elle a eu pour conséquence une augmentation du capital de la dette de 315 à 320 millions.

De même que la conversion de 1862, elle constitue un exemple fâcheux d'une conversion entreprise sous la pression de déficits budgétaires. Nous avons eu déjà l'occasion de blâmer les conversions, en tant que l'on voit en elle, *les ressources latentes* du budget. Si l'on voulait décidément faire une conversion en 1887, on eût pu, comme le fait observer M. Leroy-Beaulieu (1),

1. Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, p. 508, note 1.

convertir le $4\frac{1}{2}0/0$ ancien, résultant de la conversion du $50/0$ en 1851, en $40/0$, créant ainsi un fonds, qui en 1893 eût pu servir de déversoir au $4\frac{1}{2}0/0$ créé en 1880 et devenir à son tour convertible. On eût ainsi réservé à l'avenir la possibilité de conversions successives en $3\frac{1}{2}$, en 3, en $2\frac{1}{2}0/0$. A ce point de vue la conversion de 1887 n'a pas eu l'inconvénient signalé par M. Leroy-Beaulieu. Grâce à des circonstances exceptionnelles, le $30/0$ est aujourd'hui à 105 fr. et sa conversion, dont nous nous sommes déjà occupé et à l'ordre du jour. Il faut espérer qu'elle se fera d'une manière plus simple et plus profitable au Trésor que la conversion du $4\frac{1}{2}$ et du $40/0$ en 1887.

Des conversions différées.

Quel que soit le mode de conversions auquel on s'arrête, il est à peu près impossible pratiquement d'effectuer une conversion au moment même où elle serait réalisable. Au cours de 111 fr., une rente $50/0$ peut être convertie en $4\frac{1}{2}$: mais si le cours de cette rente s'élève à 114 fr., la réduction devient insuffisante, si la conversion se fait en $4\frac{1}{2}$ et elle est peut être trop élevée si on la fait en $40/0$. Pourquoi ne le ferait-on pas en $40/0$, en accordant aux rentiers un coupon supplémentaire de cinquante centimes, pen-

dant quelques années. On éviterait ainsi d'adopter un taux intermédiaire entre le 4 1/2 et le 4 0/0, qui pourrait donner lieu à des calculs un peu compliqués pour la masse des rentiers. Une première réduction serait obtenue immédiatement : une autre serait différée : d'où le nom de conversions différées qui a été donné aux conversions de ce genre. Le grand avantage des conversions de ce type est de permettre d'obtenir le maximum d'économie réalisable d'après le taux des loyers des capitaux, et d'opérer en une fois deux réductions successives. On évite ainsi de troubler le marché.

Les conversions différées peuvent être faites en rentes émises au-dessous du pair. La réduction d'intérêts peut alors être encore plus considérable ; elle n'atteint pas seulement le maximum d'économie réalisable : elle le dépasse, entraînant à sa suite tous les inconvénients des conversions au-dessous du pair. Même lorsque la conversion différée est faite en rentes émises au pair, il y a un grand danger à éviter, c'est d'escompter trop largement l'amélioration du crédit public en faisant une conversion exagérée.

Les conversions différées en Angleterre

Conversion de 1749

L'Angleterre nous offre trois exemples de conver-

sions différées. La première eut lieu en 1749. Voici les principales dispositions du bill qui la réalisa : « Les porteurs de rentes 4 0/0 rachetables qui, avant le 28 février 1750, c'est-à-dire dans un délai de trois mois, déclareront accepter la conversion en 3 0/0 à partir du mois de décembre 1757, seront garantis jusque-là de toute réduction. Les intérêts continueront de leur être payés à raison de 4 0/0 jusqu'à la fin de 1750 et au taux de 3 1/2 depuis cette époque jusqu'au moment fixé pour la réduction du 3 0/0 ». La conversion en 3 0/0 à laquelle aboutissait définitivement la mesure proposée n'était certainement pas réalisable. Le 4 0/0 était à 107 fr., c'est-à-dire capitalisé à 3,74 : mais la hausse pouvait continuer et les rentiers avaient le droit de redouter une conversion en 3 0/0 avant les sept ans pendant lesquels on leur accordait encore un revenu de 3 et demi. Cette considération les détermina à accepter les propositions qui leur étaient faites et quoique facultative, la conversion eut un grand succès. Les débuts de l'opération furent cependant pénibles. Le capital des rentes sur lesquelles la mesure devait porter était(1) de 1.442.500.000 francs. Avant le 28 février, jour où le délai fixé expirait, il fut présenté à la conversion pour environ 1 milliard de rentes : c'est-à-dire

1. Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, p. 479.

qu'un capital de 442.500.000 francs restait en dehors de l'opération. Le gouvernement, ému par cet échec relatif, voulut frapper un grand coup. Il annonça que, pour punir les rentiers non consentants de leur obstination, il ferait la conversion de leurs titres 3 1/2 en 3, à partir du mois de décembre 1735, c'est-à-dire deux ans avant l'époque fixée pour la conversion des rentes appartenant aux porteurs qui avaient accepté les propositions du gouvernement. La conversion ainsi annoncée du 3 1/2 en 3 0/0, à partir de décembre 1735, ne pouvait être obligatoire pour les rentiers récalcitrants qu'à la condition de respecter le principe essentiel de toute conversion : le remboursement au pair devait leur être offert. Il fallait pour que cette conversion fût réalisable que le 3 1/2 s'élevât notablement au-dessus du pair. Les prévisions du gouvernement ne furent pas trompées et le Trésor n'eut à rembourser que 87.500.000 fr. aux rentiers qui préférèrent le remboursement de leurs titres au pair.

Conversion de 1844.

En 1844 les consolidés 3 1/2 0/0 avaient sensiblement passé le pair. La conversion de ce fonds fut décidée. Voici comment elle fut effectuée. On offrit aux porteurs de 3 1/2 0/0 de choisir entre le remboursement de leurs titres au pair ou l'échange contre de nou-

velles rentes émises au pair qui rapporteraient 3 1/2 0/0 pendant dix ans : passé ce délai, elles pourraient être converties en rentes 3 0/0, garanties pendant vingt ans, contre toute nouvelle conversion. Cette opération était une conversion différée en rentes émises au pair. La première partie de l'opération, c'est-à-dire la conversion du 3 1/2 en 3 1/4 embrassait un capital de 248.759.627 liv. st. soit plus de 6 milliards 200 millions de francs (1). Les demandes de remboursement s'élevèrent seulement à 103.352 liv. st., soit 2.600.000 fr. c'est-à-dire qu'elles n'atteignaient pas 1/2 0/0 du capital à convertir. Il fut donc converti, en capital, pour 248.656.275 liv. st. de consolidés 3 1/2 0/0. Les arrérages de ce capital s'élevaient à 8.702.970 liv. st., les arrérages du capital des consolidés 3 1/4 qui lui furent substitués s'élevaient à 8.081.329 liv. st. L'économie annuelle réalisée par cette conversion fut donc de 621.641 liv. st., soit 15.500.000 fr. En 1854, l'état du marché permettant de réaliser la seconde partie de l'opération, on procéda à la conversion du 3 1/4 en 3 0/0. Les porteurs qui avaient accepté la première partie de la conversion en 1844, avaient par la même donné leur consentement à la partie différée de cette opération. Il ne pouvait donc être question de

1. Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, 483.

remboursement. Le capital nominal des consolidés 3 1/4 provenant de la conversion de 1844 s'élevait à 247.464.423 liv. st., soit 6 milliards 300 millions environ. Les arrérages de ce capital en 3 1/4 s'élevaient à 8,042. 393 liv, st, Les arrérages du même capital en 3 p. 100 s'élevaient à 7.423.932 liv. st. L'économie annuelle pour le Trésor, par suite de cette conversion fut de 618.601 liv, st. c'est-à-dire 13.500.000 fr.

Cette conversion qui s'appliquait à un capital considérable eut donc le plus grand succès et les résultats les plus heureux pour le Trésor : elle appartient au type le plus pur de la conversion différée.

Conversion Goschen en 1888

Une conversion qui laisse loin derrière elle la conversion de 1824, par l'importance du chiffre des consolidés auxquels elle s'est appliquée a été faite en 1888. Elle embrasse toute la dette anglaise 3 0/0, c'est-à-dire un capital de 568 millions de liv. st. soit 14 milliards de francs environ. Elle réalise une économie annuelle de 35 millions de francs depuis 1889 et si l'opération réussit toute entière, l'économie annuelle sera de 70 millions à partir de 1913.

Le capital de la dette anglaise 3 0/0 se composait de trois éléments :

1° Consolidates three pounds per centum annuities,

ou par abréviation, consolidés 30/0 pour un capital de 323 millions de liv. st. et dont l'origine remonte à 1752.

2° Reduced three pounds per centum annuities, par abréviation, reduced threes ou 3 0/0 réduit, pour un capital de 69 millions de liv. st. Ce fonds provient de conversions successives et de même que les consolidés 3 0/0, il ne peut être converti ou remboursé qu'après un avis donné une année à l'avance.

3° New three pounds per centum annuities, par abréviation, new threes, ou 3 0/0 nouveau, pour un capital de 166 millions de liv. st. C'est ce qui restait du 3 0/0 provenant de la conversion différée de 1854 que nous venons d'étudier. Ce fonds pouvait être remboursé, immédiatement sans avis préalable, depuis le 10 octobre 1874, et il devait être converti ou remboursé en masse en une seule fois. Il y avait donc des différences dans les conditions de remboursement de ces trois fonds : la tâche de M. Goschen était donc complexe.

Il s'inspira de la méthode qu'avait suivie M. Goulbam pour opérer la double conversion de 1844-1854. Nous avons dit qu'une conversion différée peut revêtir deux formes, elle peut être faite soit en rentes émises au pair, soit en rentes émises au-dessous du pair.

M. Gochen se décida en faveur d'une conversion au pair. En 1844, au lieu de convertir immédiatement les 3 1/2 0/0 en 3, réalisant ainsi une économie annuelle

de 1 million 250.000 liv. st. environ, par une conversion en rentes émises au-dessous du pair, qui eût augmenté le capital de la dette, M. Goulburn préféra convertir le 3 1/2 en rentes 3 1/4 au pair, se réservant le droit de faire une conversion en 3 0/0, après un délai de dix ans. M. Gochen, s'inspirant de ces procédés, a offert aux porteurs de 3 0/0 le remboursement au pair de leurs titres ou des titres nouveaux portant un intérêt de 2 3/4 jusqu'au 5 Avril 1913 et de 2 1/2 après ce délai.

Dans l'exposé qu'il présenta le 9 mars 1888, M. Gochen faisait le tableau de la situation financière de l'Angleterre. Il montrait d'abord que la conversion était attendue par le public : il lui suffisait de comparer les cours des valeurs non sujettes au remboursement aux cours des consolidés. Le cours du 3 0/0 était disaît-il, comprimé dans son essor par la menace de la conversion. Depuis dix ans il n'avait progressé que de 6 0/0 à peine, tandis que les obligations 3 1/2 0/0 du métropolitain Board of Works gagnaient 10 0/0, celles du Great Western Railway, du Nord-Western, du Midlaw avaient monté de 23 à 24 0/0. L'abaissement du taux de l'intérêt était donc général : les placements solides devenaient rares, les bons du Trésor qui sous le gou-

1. A. Raffalovitch. *Convenance de la dette 3 0/0 angl.*

vernement de M. Goulburn trouvaient preneurs à 2,2 0/0 étaient maintenant placés à 1,62 0/0. Les contribuables avaient bien le droit de profiter de cette baisse du loyer des capitaux. M. Gochen exposait en outre que la dette flottante qui en 1844 s'élevait à 18 millions et demi de liv. st. n'était plus en 1848 que de 13 millions et demi : il insistait sur la situation excellente du budget : c'est assez dire que la conversion proposée n'était pas entreprise sous la pression de déficits budgétaires : les mesures de ce genre n'ont jamais été détournées de leur véritable but, en Angleterre. Elles ont toujours eu pour objet une diminution réelle de la dette publique ou un dégrèvement d'impôts.

Quelles étaient les propositions faites par M. Gochen aux porteurs des différents fonds 3 0/0 ?

Les propriétaires des consolidés proprement dits et du 3 0/0 réduit pouvaient demander la conversion de leur fonds en fonds nouveau portant un intérêt de 2 3/4 pendant 14 ans, jusqu'au 5 avril 1913 et un intérêt de 2 1/2 ensuite.

Le nouveau fonds est garanti contre toute nouvelle conversion jusqu'au 5 avril 1923, c'est-à-dire pendant 35 ans. Les propriétaires de consolidés et de 3 0/0 réduit qui acceptaient la conversion, devaient signifier leur consentement à la Banque d'Angleterre ou à la Banque d'Irlande avant le 12 avril 1888. A l'égard de

ces porteurs, la conversion ne pouvait être que facultative, puisque leurs fonds ne pouvaient être convertis. Ainsi que nous l'avons dit plus haut, que moyennant un préavis donné un an d'avance. Pour les engager à accepter ses propositions, et comme compensation de l'abandon de leur droit, M. Goschen leur accordait un avantage de 5 shillings pour chaque somme de 100 liv. st. présentées à la conversion.

A l'égard des porteurs du 3 0/0 nouveau, convertible à tout moment, la conversion était obligatoire. Au lieu de leur demander de signifier leur acceptation, on les invitait à signifier leur refus à la Banque d'Angleterre ou d'Irlande, s'ils voulaient éviter la conversion de leurs fonds en fonds nouveau. Leur demande de remboursement devaient être faites avant le 29 mars 1888, et aucune bonification n'était accordée à ceux qui accepteraient la conversion. Mais, pendant la première année, du 5 avril 1888 au 5 avril 1889, les arrérages de leurs rentes continuaient à leur être payés à 3 0/0.

La conversion Goschen a eu les plus heureux résultats. Les consolidés 20/0 sont aujourd'hui au cours de 113 fr. Il est vrai qu'en Angleterre les consolidés ont des raisons de hausse que n'ont pas les fonds français, par exemple. Comme le fait remarquer M. Leroy-Beau-

lieu (1), les capitaux se font une plus vive concurrence, l'accès de la propriété foncière est difficile et les titres de la dette publique, au lieu de s'accroître, diminuent par la conversion facultative et constante en rentes viagères.

1. *Traité de la science des finances*, p. 551.

LES CONVERSIONS DIFFÉRÉES EN FRANCE

En France, il n'a pas été réalisé de conversion différée : mais on a présenté deux projets de conversion qui appartiennent à cette catégorie. Le premier est celui de Lafitte, exposé dans sa fameuse brochure parue en 1824. Le but proposé était la conversion des rentes 5 0/0 en rentes 3 0/0. Les cours du 5 0/0 n'étant pas assez élevés pour faire la conversion en rentes émises au pair, Lafitte offrait aux porteurs de 5 0/0 la conversion de leurs titres en titres 3 0/0 au cours de 75 fr. ils auraient échangé 5 fr. de rentes 5 0/0 contre 4 fr. de rentes 3 0/0. Ils étaient libres d'accepter l'échéance offerte ou de conserver leurs titres, sans aucune réduction du revenu. Jusqu'ici la mesure indiquée par Lafitte présentait donc le double inconvénient d'une conversion facultative et en rentes émises au-dessous du pair. L'option n'était pas irrévocable pour les porteurs de 5 0/0 ; le délai expiré, ils pouvaient encore demander la conversion de leurs titres 5 0/0 en 3 0/0 ; mais, dans ce cas, la conversion se faisait en rentes émises au pair. La réduction différée avait pour

conséquence d'éviter une augmentation du capital de la dette. D'autre part, toute mutation dans les 5 0/0 pour toute autre cause que la succession en ligne directe ou pour transport à titre d'avancement d'hoirie, aurait entraîné de droit la conversion du 3 0/0 au pair. Ce projet se distingue des conversions du même genre, que nous venons d'étudier en ce que la réduction différée au lieu de se réaliser à une époque fixée d'avance par la loi même de la conversion, était subordonnée à la volonté des porteurs ou à certaines mutations dont il était impossible de prévoir l'accomplissement.

Il faut rapprocher de ce projet celui présenté par M. d'Audiffret en 1845. En voici le texte :

Art 1^{er}. A dater du 1^{er} juin 1845, les rentes 4 1/2 et 4 0/0 ne pourront être transmises à un nouveau propriétaire, par transfert ou mutation que pour leur capital au pair de 100 fr. Le nouveau propriétaire ne pourra être inscrit sur le Grand Livre qu'en 3 0/0 au cours de ce dernier effet public coté le jour même de la mutation.

D'après ce projet, les rentiers n'étaient pas seulement frappés de réduction sur l'intérêt de leurs titres, mais encore sur le capital. Comme la première partie du projet de Lafitte, il présentait l'inconvénient de constituer une conversion en rentes émises au-dessus du pair. Le 3 0/0 était, en effet, à un cours très bas et

on pouvait dès lors prévoir qu'il ne s'en approcherait pas de longtemps. Il avait encore avec le plan de Lafitte cette fâcheuse analogie de prétendre conserver aux rentiers l'intégralité de leur revenu : s'arrêter à une pareille considération, c'est vouloir mettre en doute le droit de l'État à rembourser sa dette.

Le projet d'Audiffret méconnaissait le principe essentiel de toute conversion en rentes portant un intérêt moins élevé : le remboursement n'était pas offert aux porteurs. Il est vrai qu'ils pouvaient l'obtenir en vendant leurs titres. Mais c'est à l'État à rembourser au pair les rentiers non consentants : il n'a pas le droit de les renvoyer à des acheteurs hypothétiques. Les rentes des types élevés en 5, 4 1/2 et 4 0/0 auraient bien pu être abandonnées par la spéculation en faveur du 3 0/0, d'autant mieux que d'après l'art. 2 du projet, les rentes au porteur existant à la même époque (1^{er} juin 1846), devaient être échangées contre des inscriptions nominatives, dans le délai de trois mois. Ces rentes disparues sous la forme au porteur, le 3 0/0 eut seul été l'objet des marchés à terme. Les autres fonds auraient très bien pu descendre au-dessous du pair et les porteurs de ces fonds eussent alors été dans l'impossibilité d'en retirer 100 fr.

Pour toutes ces raisons, le projet de M. d'Audiffret comme celui de Laffitte n'étaient pas acceptables. On

a dit (1) que le plus grand inconvénient qu'il présentât était de différer la conversion, qu'une telle mesure repose sur l'état du crédit au moment où elle s'opère, que cet état est très variable et qu'il eût pu être tout différent vingt ans après, délai minimum de l'opération. Nous avons nous-même fait remarquer au début de cette étude sur les conversions différées que le danger à éviter était d'exagérer les réductions successives qu'une telle mesure comporte. Mais s'il faut se garder de céder à une illusion tentante en ce qui concerne l'amélioration du crédit de l'Etat dans une période déterminée, un financier prévoyant peut très bien fixer à l'avance le loyer probable des capitaux après une vingtaine d'années et prendre ces calculs pour base d'une conversion différée. Sans parler des autres inconvénients qu'ils présentaient, le grand tort des projets de Laffitte et de M. le marquis d'Audiffret n'était pas de différer la réduction à obtenir, mais bien la conversion elle-même, à une époque indéterminée en la morcelant en autant de conversions particulières, qu'il y aurait eu de mutations des titres soumis à la conversion.

Nous pensons, au contraire, que si l'on voulait s'inspirer des exemples fournis par l'histoire de la dette

1. Labeyrie, *op. cit.*

publique anglaise, on pourrait adopter pour la conversion du 3 0/0 perpétuel français, la forme d'une conversion différée. Repoussant toute idée de majoration du capital, à l'exemple de M. Goulburn et de M. Goschen, nous nous arrêterions à une conversion en rentes émises au pair. Une première réduction de 25 cent. serait obtenue immédiatement et produirait une économie annuelle de 38 millions d'arrérages, comme nous l'avons déjà dit, en cherchant les conversions au pair. Une seconde réduction de 25 cent. par titre pourrait être réalisée après une période de quinze ou vingt ans par la conversion du 2 3/4 en 2 1/2. L'économie annuelle réalisée à partir de cette époque serait de 76 millions d'arrérages. Le grand avantage d'une opération de ce genre serait d'ajourner à une quarantaine d'années toute discussion nouvelle, au sujet de la conversion, le nouveau fonds en 2 1/2, étant garanti pour vingt ans contre l'exercice du droit de remboursement. Mais il ne faudrait pas se laisser éblouir par le succès de la conversion Goschen : il ne faut pas perdre de vue, en effet, que les consolidés anglais sont aux mains d'un très petit nombre de porteurs, si on les compare à nos rentes françaises. La fixité de leurs cours, la certitude presque absolue de les réaliser sans perte à tout moment, les font rechercher par les grandes sociétés, banques compagnies d'assurances,

sociétés de chemins de fer, comme un placement avantageux, tandis que les véritables rentiers disparaissent de plus en plus. La plus forte partie des consolidés est entre les mains d'une centaine de gros détenteurs. On comprend que, dans ces conditions, une conversion n'intéresse, en Angleterre, qu'un nombre de porteurs très restreint ; mieux placés pour se rendre compte de l'état du marché, ils ne se laissent pas influencer par des manœuvres de bourse et acceptent sans difficulté une réduction d'intérêt dès que le taux moyen du loyer des capitaux la rend possible.

Des conversions de dettes perpétuelles en obligations amortissables, en annuités terminables et en rentes viagères.

Les dettes perpétuelles que l'on convertit par les moyens que nous avons étudiés, en dettes portant un intérêt moins élevé, continuent à grever les Etats d'un capital remboursable toujours aussi considérable et quelquefois même supérieur. Ceux qui se préoccupent de l'amortissement de ce capital ont été amenés à chercher dans les conversions un moyen de le diminuer pour l'avenir, d'une façon définitive.

Ce résultat peut être atteint de trois manières : on peut convertir une dette perpétuelle en obligations amortissables, en annuités terminables ou en rentes viagères. Etudions successivement ces trois modes de conversion.

*Conversions de dettes perpétuelles en obligations
amortissables.*

L'histoire financière ne fournit pas d'exemple d'une conversion de ce genre : peut-être cela tient-il aux inconvénients qu'une telle mesure entraîne avec elle. D'abord, elle ne peut être réalisée qu'en obligations émises au-dessous du pair : la prime de remboursement est inséparable de l'obligation amortissable : ce bénéfice réalisé par les porteurs dont les obligations sont désignées par le tirage au sort pour le remboursement, est un des grands attrait des emprunts de ce genre. Aussi, sont-ils toujours émis à un cours très inférieur au pair. Il serait impossible d'assurer le sur-sis d'une conversion de dette perpétuelle en obligations amortissables, si on renonçait à offrir aux porteurs de la rente à convertir, la chance d'un remboursement anticipé à un taux sensiblement supérieur à celui de l'émission. La conversion de leurs titres de rente perpétuelle en rentes d'un type plus bas leur eût laissé l'espérance de conserver le même revenu pendant de longues années et presque toujours la certitude d'échapper à une réduction pendant une dizaine d'années : nous avons vu, en effet, qu'il est d'usage de garantir le nouveau fonds contre toute conversion nouvelle pendant une période assez longue. La conversion en obligations amortissables leur enlève ces avantages,

leurs titres pouvant être désignés pour le remboursement dès la première année.

L'accroissement du capital est, il est vrai, bien moins redoutable pour l'Etat que dans les conversions en rentes perpétuelles émises au-dessous du pair, puisqu'il est destiné à disparaître au bout de quelques années par l'effet de l'amortissement. Ce n'est donc pas ce premier inconvénient qui pourrait éloigner les Etats de ce genre de conversion. En voici un autre beaucoup plus propre à impressionner un gouvernement. L'Etat qui convertit sa dette perpétuelle en dette amortissable réalisera bien une économie annuelle sur les arrérages, si les obligations offertes en remplacement des anciens titres sont d'un type moins élevé : mais il aura à payer en outre la somme affectée au remboursement annuel. En définitive, l'économie sera moindre que celle obtenue par une conversion en rentes perpétuelles portant un intérêt moins élevé. Pour qu'il en fût autrement, il faudrait que l'économie réalisée sur les arrérages annuellement servis aux porteurs fût assez considérable pour compenser cette différence : c'est-à-dire que l'on serait amené à offrir aux porteurs des titres convertis de nouveaux titres d'un type beaucoup plus bas : la prime de remboursement deviendrait insuffisante pour faire accepter par les rentiers cette diminution exagérée dans les arrérages : la conversion

échouerait. La conversion d'une dette perpétuelle en obligations amortissables nous apparaît donc comme une opération pleine de difficultés et il n'est pas étonnant qu'on ne puisse en citer un exemple.

Conversion de dettes perpétuelles en annuités terminables.

Il n'en est pas de même du second mode d'amortissement d'une dette perpétuelle que nous avons indiqué, de la conversion de cette dette en annuités terminables. L'Angleterre a, par ce procédé, amorti en 1885, 48 millions de liv.st. de consolidés (c'est à l'initiative de M. Gladstone qu'elle doit ces résultats). Nous avons eu l'occasion de dire avec quelle tenacité cet homme d'Etat avait poursuivi la réduction de la dette anglaise et à propos de la conversion Goschen, nous avons vu qu'il avait fortement insisté sur le droit de l'Etat à se servir des fonds des caisses d'épargne pour faciliter les conversions. Cette manière de comprendre les droits de l'Etat à l'égard de ces fonds n'était pas nouvelle : dès 1863, étant chancelier de l'Echiquier, il résolut de les mettre en œuvre. A cette époque 42 millions de liv. st. de rentes consolidées étaient inscrites au nom des commissaires de la dette nationale pour le compte des caisses d'épargne (1). Sur cette somme,

1. *Dict. des fin.*, p. 156.

3 millions de liv. st. de consolidés furent annulés, et on les substitua dans le portefeuille des caisses d'épargne des annuités auxquelles on assigna ultérieurement le terme de 1885. En 1867 on convertit par le même procédé en annuité 1885, 24 millions de liv. st. de consolidés appartenant aux caisses d'épargne, 19 millions de ces fonds furent encore l'objet de conversions successives.

En France, l'Etat n'aurait certainement pas le droit de substituer aux 40 millions de rente qui figurent dans le portefeuille des caisses d'épargne des annuités terminables. Mais on comprend *a priori* qu'une conversion générale d'une dette perpétuelle en annuités terminables pourrait être proposée, et M. Léon Say avait eu l'idée de cette substitution : mais le public français est loin d'être familiarisé avec les emprunts de ce genre, et en Angleterre même où les premières annuités terminables furent créées en 1695, les conversions de dettes perpétuelles en annuités terminables n'ont eu que la portée que nous avons indiquée.

Conversion de dettes perpétuelles en rentes viagères.

C'est encore en Angleterre qu'il faut aller chercher le premier exemple de réduction de la dette publique par la conversion de consolidés en rentes viagères. Les résultats des opérations de ce genre sont indiqués par le document parlementaire anglais. Public In come

and Expenditure, accounts of public income and Expenditur in each financial year from 1688 tome II page 571. Ces conversions ont été imitées en France de 1852 à 1884, période pendant laquelle la caisse des retraites pour la vieillesse a servi des rentes viagères moyennant le versement de capitaux avec lesquels, elle rachetait des rentes perpétuelles (1). D'après les calculs de M. Leroy-Beaulieu la réduction totale de la dette publique se serait élevée à la fin de ce siècle en 5 ou 600 millions de francs et la réduction des arrérages à 12 ou 15 millions de francs.

Des conversions de dettes amortissables

Nous avons fait pressentir dans notre introduction, que les dettes publiques contractées sous la forme d'emprunts en rentes perpétuelles n'étaient pas les seules susceptibles d'être converties. C'est ainsi que l'histoire financière nous fournit des exemples de conversions d'emprunts émis sous la forme qui paraît la moins conciliable avec l'idée de remboursement anticipé que suppose le principe de la conversion, celle des obligations remboursables par tirages périodiques, plus simplement désignées sous le terme d'obligations amortissables.

1. Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, p. 340.

Les avantages que présentent les emprunts émis sous cette forme sont considérables : ils permettent à l'Etat qui les a contractés de réduire sa dette progressivement de telle façon que l'emprunt peut ou même doit être amorti en un certain nombre d'années sans que cet amortissement n'augmente d'une façon sensible l'annuité nécessaire au paiement des arrérages. Mais comme le fait remarquer Rau dans son *Traité des finances*, ils se heurtent à une objection très sérieuse ; tandis que les emprunts en rentes perpétuelles sont convertibles, à moins d'une stipulation contraire, les emprunts en obligations amortissables ne peuvent être convertis à moins de stipulation expresse. On comprend aisément que cette stipulation intervenant dans le contrat d'emprunt lui enlève un des avantages les plus considérés par le rentier qui y souscrit : celui de conserver d'une façon aléatoire, il est vrai, un placement rémunérateur pendant une période assez longue. Cette réserve sera donc rare, et il pourra arriver qu'un Etat soit obligé par le contrat intervenu entre lui et ses créanciers de leur servir un intérêt beaucoup plus élevé que le taux moyen du loyer des capitaux. « Ce dernier inconvénient, dit M. Leroy-Beaulieu est plus apparent que réel. La jurisprudence admet en général que les obligations amortissables par tirages périodiques sont susceptibles de remboursement anticipé au pair ; néan-

moins, pour éviter toute contestation avec les porteurs de titres, les Etats prévoyants feront bien en contractant ces emprunts, de se réserver expressément la faculté de remboursement anticipé. »

Depuis que M. Leroy-Beaulieu écrivait ces lignes, les principes qui gouvernent cette matière ont été remis en question et la jurisprudence s'est définitivement prononcée contre le remboursement anticipé des obligations amortissables. C'est maintenant un véritable axiome du droit français que, par nature l'emprunt amortissable n'est pas convertible à moins d'une stipulation expresse. La Cour de Paris avait déjà jugé le 17 mars 1883 (1) que l'emprunt contracté par une société avec l'engagement de servir des intérêts annuels et de rembourser à long terme par voie de tirage au sort des titres d'obligations, en payant lors du remboursement une prime déterminée à l'avance (2) constituait un contrat ayant à la fois le caractère du contrat de prêt en ce que le capital prêté et les intérêts qu'il comporte sont une créance fixe et déterminée ; et le caractère aléatoire, en ce que le remboursement, plus ou moins

1. D. 1884. 1. 25.

2. Dans l'amortissement sans prime tout l'intérêt est intégralement payé chaque année aux obligataires. Dans l'amortissement avec prime dont il est question ici, une fraction de l'intérêt est différé pour constituer par la capitalisation la prime qui est payé plus tard aux obligataires.

rapide du capital prêté, augmenté de la prime convenue dépend d'un événement incertain qui consiste dans le résultat imprévu du tirage au sort. La Chambre civile de la Cour de Cassation a dit plus brièvement mais tout aussi clairement que le contrat était « un contrat d'une nature spéciale, participant à la fois du prêt à intérêt et des contrats aléatoire (Cassation. 18 avril 1883).

Tel était l'état de la jurisprudence lorsqu'est venu devant les tribunaux le procès intenté à la Compagnie de l'Est par plusieurs grandes Compagnies qui avaient en portefeuille une grande partie de ses titres. Elle les avait émis en plusieurs fois, à des taux presque toujours inférieurs au pair ; ils étaient remboursables en 95 ans par tirage au sort annuel, et suivant la proportion déterminée par un tableau d'amortissement inscrit au dos de chaque titre. Le conseil d'administration de la Compagnie se fit autoriser par l'assemblée générale des actionnaires à procéder à la conversion de ces obligations : il annonça par voie de circulaires aux porteurs qu'à partir du 1^{er} semestre commençant le 1^{er} juin 1895, la Compagnie réduirait à 22 fr. 50 l'intérêt annuel de 25 fr. qu'elle leur servait actuellement par titre, et que ceux d'entre eux qui n'accepteraient pas cette réduction d'intérêts seraient remboursés par anticipation au taux de 650 fr., par titre ; c'est le taux

auquel étaient cotées, en bourse, les obligations de la Cie de l'Est, le 30 avril 1895.

Le Tribunal Civil de la Seine, dans son jugement du 18 juillet 1895 a fait triompher les vrais principes qui gouvernent la matière. Il s'est placé sur un terrain inébranlable en faisant appel aux principes du droit civil établis dans les art. 1162 et 1187. D'après l'art. 1187, le terme est toujours stipulé en faveur du débiteur à moins qu'il ne résulte de la stipulation ou des circonstances qu'il a été aussi convenu en faveur du créancier. Cette règle d'interprétation très générale, s'étend à toutes les obligations. C'est une application du principe général posé par l'art. 1162, auquel il est fait exception pour le dépôt (art. 1944 du Code civil), et pour la lettre de change et le billet à ordre (art. 146 et 187 du Code de Commerce). La présomption de l'art. 1187 doit être écartée lorsqu'il résulte des circonstances que le contrat a été déterminé, non par une pensée de bienveillance, envers l'emprunteur, mais par le désir de réaliser un placement de fonds. La Compagnie de l'Est prétendait que l'intérêt des souscripteurs était d'être remboursés le plus tôt possible, puisqu'on leur offrait toute la valeur nominale du titre et la prime de remboursement. Le Tribunal civil de la Seine n'a pas admis cette manière de voir et il a jugé que les souscripteurs avaient fait entrer en

ligne de compte, au moment de l'émission, la perspective d'un placement avantageux pendant une période plus ou moins longue mais dont la durée ne pouvait être limitée que par un des tirages prévus et déterminés au dos même des titres. La Cour de Paris a confirmé ce jugement, dans son arrêt du 8 novembre 1895, et elle a établi d'une façon que l'on peut considérer comme définitive, la nature du contrat d'émission d'obligations amortissables.

Repoussant d'une part l'opinion de ceux qui voyaient dans ce contrat un contrat de société, et de l'autre la doctrine allemande qui l'assimile à une vente, dans laquelle l'objet vendu serait le titre lui-même, avec les droits qui y sont attachés, la Cour de Paris a décidé qu'au point de vue juridique, comme au point de vue financier, ce contrat est un prêt, offrant tous les caractères d'un contrat aléatoire, présentant des chances de gain et de perte pour les deux parties contractantes, suivant que les titres seront appelés au remboursement par le sort, à des époques plus ou moins éloignées de l'émission, le taux plus ou moins élevé auquel ces titres seront cotés à la Bourse au jour de ce remboursement, ou à la même époque, le taux normal de l'intérêt. Le terme est stipulé aussi bien dans l'intérêt du créancier que dans celui du débiteur.

A moins d'une réserve expresse du droit de rem-

bourser par anticipation ou de convertir, le débiteur, d'obligations amortissables ne peut apporter aucune modification au contrat intervenu entre lui et ses créanciers. Il faut donc approuver sans réserves, la décision prise en 1891 par le Conseil municipal de Paris, qui a refusé de procéder à la conversion d'un emprunt amortissable de 200 millions, au taux moyen de 5 0/0. Ils s'agissait de rembourser immédiatement tous les obligataires, tout en conservant leur droit aux lots, et de contracter un nouvel emprunt à des conditions moins onéreuses, pour faire face aux deux opérations précédentes. Cette proposition fut énergiquement combattue par M. Alpy, qui disait : « Que risquons-nous, disent les partisans de la conversion, quand même ? Un procès que nous gagnerons, ou qui, si nous le perdons se chiffrera par quelques dommages et intérêts qui ne peuvent être bien élevés, par le motif qu'un petit nombre seulement d'obligataires oseront tenter une résistance. Je viens protester énergiquement, ajoutait-il, contre une pareille théorie qui repose sur un véritable abus de la force contre le droit ».

La stipulation dont nous nous occupons a été introduite dans le contrat d'émission de certaines obligations de chemins de fer en Russie : les obligations 5 0/0 du Transcaucasien et 4 0/0 du Donetz-Dvinsk-Vitebsk, du Koursk-Khaskof-Azof 1889 et *idem* 1894, du Diel-

Gnasi, du Riga-Dvinsk présentent des tableaux d'amortissement comprenant de 43 à 68 années, mais il mentionnent que le gouvernement se réserve le droit d'accélérer l'amortissement dans la mesure qui lui conviendra, et même d'appeler au remboursement la totalité des titres, sauf à en donner avis trois ou six mois d'avance. En sens inverse, les obligations 4 0/0 émises en 1867 et en 1869 pour la construction du chemin de fer Nicolas (de St-Pétersbourg à Moscou) et en 1880 sont inconvertibles, parce que chacune d'elles présente un tableau d'amortissement s'étendant sur une période d'environ 80 années, sans que le gouvernement russe se soit réservé le droit de déroger à ce tableau.

Cette réserve du droit de conversion a permis au Crédit foncier de convertir en 1879 ses obligations 5 0/0 en obligations à lots 3 0/0. On sait que cette institution repose sur l'équilibre à maintenir entre le capital des obligations et le capital des prêts. Le décret organique du 28 février 1852, en accordant aux emprunteurs la faculté de se libérer par anticipation a conféré à la société le droit d'éteindre la quantité d'obligations que les remboursements anticipés joints à l'amortissement normal rendent nécessaire : il y a là

1. Paul Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, p. 504.

une réserve expresse du droit de conversion formulée dans le contrat lui-même.

En France, l'État a contracté un premier emprunt sous la forme d'obligations amortissables en 1870. D'après l'art. 4 du décret du 25 octobre 1870, le gouvernement se réservait expressément le droit de convertir l'emprunt Morgan : cet emprunt avait été réalisé par l'émission d'obligations au porteur remboursables au pair dans l'espace de 34 ans ou par tirage au sort à partir du 1^{er} avril 1873 et produisant 30 fr., soit 6 0/0 d'intérêts (1).

Le taux de 6 0/0 ne pouvait être maintenu indéfiniment : la conversion fut décidée et elle fut autorisée par la loi du 5 mai 1875. Les difficultés au milieu desquelles le gouvernement français s'efforçait alors de réorganiser l'armée, sous les regards inquiets de ses vainqueurs, l'obligeaient à accomplir silencieusement son œuvre réparatrice. Il lui eût été impossible d'emprunter directement pour cet objet, « parce que les susceptibilités et les menaces de l'Allemagne, qui était prête à transformer le moindre prétexte en *casus belli*, l'en empêchaient ». Pour faire face aux dépenses extraordinaires qu'entraînait le renouvellement de notre matériel de guerre, le gouvernement avait des besoins

1. Leroy-Beaulieu, *op. cit.*, p. 504.

d'argent considérables. Il eut recours à un procédé analogue à celui qui avait procuré à M. Fould en 1862 un capital de plus de 150 millions par la conversion avec soulte des rentes 4 1/2 et 4 0/0 en 3 0/0. Au lieu de convertir l'emprunt Morgan en 5 0/0 au pair, on offrit aux porteurs de 6 0/0 des rentes 3 0/0 moyennant le paiement d'une soulte qui produisit environ 60 millions. Les rentes 3 0/0 ainsi offertes n'étaient pas de création nouvelle : elles furent prélevées pour une somme qui s'éleva à 14.541.780 fr., sur le compte d'emploi des dépôts des caisses d'épargne. La caisse des dépôts et consignations au portefeuille de laquelle appartenaient ces rentes fut indemnisée par l'allocation d'une indemnité de 17.300.000 fr. qui devait lui être servie pendant trente-neuf ans ; elle devait donc s'éteindre en 1914 tandis que l'emprunt Morgan aurait été complètement amorti en 1907, si on ne l'avait pas converti. D'autre part, l'annuité payée à la caisse des dépôts et consignations était à peu près égale à celle affectée au paiement des arrérages et de l'amortissement de l'emprunt Morgan. La conversion de 1875 eut donc pour résultat de procurer au Trésor une somme de 60 millions, sans augmentation du capital de la dette perpétuelle ; mais elle ne réalisa aucune économie dans la somme à payer en annuités ; au contraire, elle eut pour conséquence de prolonger le service de

ces annuités pendant sept ans. Comme toutes les conversions avec soulte, elle constitue un emprunt déguisé et ne peut se justifier que par les circonstances exceptionnelles où elle fut opérée.

La rente amortissable a fait sa réapparition dans la dette publique française en 1878 et elle figure au budget de 1897 pour une annuité de 141.888.078 fr., elle provient d'emprunts contractés en 1878 pour un capital de 440 millions ; en 1881, pour 1 milliard ; en 1884, pour 350 millions et de la conversion dans ce fonds des capitaux des caisses d'épargne et de la caisse des retraites. Sous l'influence de M. Léon Say, le type adopté pour ces obligations est celui de titres 3 0/0 rapportant 15 francs et remboursables à 500 fr. en 75 ans ; mais au lieu d'être cotées par titre entier de 500 fr. elles sont cotées par fraction de 100 fr. quoiqu'il n'ait pas été délivré de coupures au-dessous de 500 fr. et c'est le fonds connu sous le nom de 3 0/0 amortissable. Le capital au pair de ces obligations a été divisé en 175 séries amortissables dans la proportion de une série par année, dans la période de 1899 à 1907 ; de deux séries de 1908 à 1925 ; de trois séries de 1926 à 1938 ; de quatre séries de 1939 à 1943 ; de cinq séries de 1946 à 1950 et enfin de six séries de 1951 à 1953. Nous n'avons pas à discuter les avantages de ce mode d'amortissement ; mais nous devons observer que le carac-

tère aléatoire du contrat d'obligation amortissable se trouvait diminué par cette combinaison. « Tout capitaliste qui voudrait souscrire à 175 coupures du 3 0/0 amortissable, recevrait, s'il le voulait, une coupure de chacune des 175 séries, de sorte qu'il serait sûr d'avoir chaque année une de ses obligations remboursées pendant la première période de 29 ans, soit une prime annuelle de 99 fr. au-dessus du cours d'émission pour 175 obligations ; pendant les dix-huit années de la seconde période, il serait sûr d'avoir annuellement deux obligations remboursées, soit une prime annuelle de 198 francs pour les 175 obligations et ainsi de suite » (1).

Il n'est pas douteux qu'un tel emprunt ne soit inconvertible, l'Etat ne s'étant jamais réservé le droit de lui faire subir une conversion quelconque. On peut donc s'étonner que la question ait été soulevée dans la presse financière, il y a quelques semaines lorsque l'amortissable a atteint le cours exagéré de 108 fr. A la même époque le 3 0/0 perpétuel était à 105 fr. et l'on envisageait également l'hypothèse d'une conversion de ce fonds. Mais cette opération colossale n'était pas sans effrayer beaucoup, et quelques personnes se demandèrent si on ne pourrait pas la faire précéder par une opération de moindre envergure, la conversion du 3 0/0 amortissable : on alla même jusqu'à affirmer qu'un

1. P. Leroy Beaulieu, *op. cit.*, p. 322-323.

projet dans ce sens était tout préparé et serait présenté aux Chambres dès la rentrée.

Depuis le 3 0/0 amortissable est descendu au cours de 103 fr. et cette baisse eût suffi à faire rentrer dans l'ombre tout projet de conversion de ce fonds, si l'évocation d'un des principes les moins contestables du droit financier n'avait étouffé dans l'œuf cette manœuvre de bourse.

Mais si l'Etat ne peut imposer une conversion aux porteurs d'amortissable, rien n'empêche qu'il ne leur en propose une, si les cours se relevaient. La conversion impossible sous la forme obligatoire pourrait être offerte sous la forme facultative.

Conversions de bons remboursables aux Etats-Unis.

Tous les emprunts contractés par les Etats-Unis, pendant la guerre de sécession furent réalisés en bons remboursables facultativement à une certaine date assez rapprochée, et obligatoirement à une date plus éloignée c'est ainsi que ceux connus sous le nom de *five-twenties* (5-20) devaient être remboursés dans le délai de 20 ans, mais le remboursement ne pouvait commencer qu'après la cinquième année : ils donnaient un intérêt de 6 0/0 et les *ten-forties* (10-40) remboursables obligatoirement après 40 ans et facultativement dès la

dixième année avaient été émis à 5 0/0. Les Américains ont poursuivi avec acharnement la réduction des intérêts de leur dette publique : par une série de conversions dont le principe a été posé par une loi intitulée bill de consolidation (*funding bill*) et votée par le congrès le 13 juillet sur l'initiative de M. Sherman, ministre des finances, sous la présidence de M. Hayes. Cette loi autorisait le gouvernement à créer pour 200 millions de dollars d'obligations 5 0/0 remboursables à la volonté du gouvernement, au bout de dix ans ; pour 500 millions de dollars d'obligations 4 1/2 remboursables après quinze ans, et enfin un milliard de dollars d'obligation 4 0/0 remboursables au bout de trente ans. Les porteurs de titres anciens ne pouvaient être contraints d'accepter les nouveaux en échange des leurs : mais le secrétaire de la Trésorerie était autorisé à rembourser au pair et en espèces, après avoir donné trois mois à l'avance, la quantité de titres anciens qu'il jugerait opportun de racheter, au moyen des capitaux procurés par la négociation des nouveaux titres. Dès le 1^{er} décembre 1871, une partie des 5-20 de 1862 étaient appelés au remboursement ; ceux de 1864 le furent le 13 novembre 1875 et ceux de 1865, le 15 février 1876. Sans entrer dans ce détail de ces opérations et de celles qui suivirent (1) on voit que le système de

1. Voir Cacheval-Clarigny, *op. cit.*, p. 120 et s.

conversions usité aux Etats-Unis consiste à dédoubler l'opération : le gouvernement émet un emprunt nouveau à un taux moins élevé que celui qu'il se propose de faire disparaître et il se libère avec les capitaux ainsi obtenus.

Ces opérations sont facilitées par la faculté accordée au gouvernement de les limiter à des fractions de leurs dettes.

Une conversion a été réalisée en 1881 d'une manière beaucoup plus simple. Le 1^{er} juillet de cette année, les five-twenties à 6 0/0 étaient remboursables. D'après le bill du 13 juillet 1870, on aurait pu créer des obligations 4 0/0 pour se procurer les fonds nécessaires au remboursement. La hausse générale des valeurs américaines donna à M. Sherman l'idée de demander au Congrès un bill l'autorisant à émettre des obligations 3 1/2 0/0. A la Chambre des représentants, on proposa une réduction plus considérable et le type de 3 0/0 fut admis. L'opération projetée n'était pas sans dangers. On demanda aux banques un concours forcé, en les obligeant, par une clause du bill, à opérer leurs dépôts au Trésor, en titres du nouveau fonds. Le président opposa son veto ; et le 11 avril, une circulaire avertit les porteurs de 6 0/0 qu'ils seraient remboursés le 1^{er} juillet s'ils ne consentaient pas à proroger leurs titres sur le pied de 3 1/2 0/0. Il n'y eut de demandes

dé remboursement que pour 24 millions de dollars, soit $\frac{1}{9}$ du capital soumis à la conversion. On avait procédé à la conversion d'obligations plusieurs mois avant l'échéance fixée pour le remboursement, et sans l'intervention d'aucun acte législatif. Ce qui rend cette intervention nécessaire dans la plupart des conversions, c'est que l'Etat qui les réalise crée ordinairement un nouveau fonds destiné à remplacer le fonds soumis à la conversion, et, de plus, il renonce ordinairement à son droit de remboursement pour une période déterminée. Ici, rien de semblable : il n'y a qu'une simple prorogation des titres échus, sans que l'Etat contracte un nouvel engagement, sans qu'il aliène ou suspende son droit de les rembourser lorsqu'il jugera le moment favorable.

Conversions d'obligations à lots

Les conversions peuvent encore être appliquées aux obligations à lots. Une opération de ce genre a été faite par la ville de Bruxelles : elle avait des obligations à lot 3 0/0 : on décida de les convertir en 2 $\frac{1}{2}$. Voici comment on résolut la difficulté que présentaient les lots. Il fut procédé à un tirage immédiat de tous les lots à rembourser pendant toute la période que devait durer l'emprunt. On délivra aux numéros sortants des

certificats donnant droit aux porteurs de toucher les lots à l'époque pour laquelle le tirage avait été fait. Les propriétaires des obligations désignées par le sort avaient la faculté de se faire escompter leurs certificats.

La même difficulté s'est présentée en 1883 lorsque la question de la conversion des obligations à lot de la ville de Paris a été agitée au conseil municipal. Le comité consultatif et la commission du Budget ont proposé deux solutions différentes.

D'après le premier (avis du 29 janvier et du 18 juin 1883) la ville devrait, pour se libérer des obligations à lots, rembourser au pair les obligations et procéder immédiatement au tirage et au paiement de tous les lots. La commission du budget de la ville exprima l'opinion que le contrat intervenu entre la ville et ses prêteurs était double, et comprenait : 1° un contrat commutatif, en prêt à intérêt; 2° un contrat aléatoire, un jeu : dans ces conditions, la ville pourrait se libérer du premier contrat en remboursant le pair des obligations, et maintenir les clauses du second contrat en réservant aux porteurs des obligations remboursables, leur droit au tirage des lots.

Les obligations à lots ne sont qu'une variété des obligations amortissables, elles n'en diffèrent qu'en ce que la prime au lieu d'être uniforme pour tous les

titres successivement appelés au tirage, s'élève pour certaines à des sommes considérables. Il faut donc leur appliquer les principes que nous avons établis, en étudiant la conversion des obligations amortissables : comme elles, elles ne sont pas convertibles à moins d'une réserve expresse dans le contrat d'émission, et la difficulté résultant des lots devrait être prévue également. Mais l'émission d'un emprunt à lots avec réserve du droit de conversion, sera toujours très rare, ce que l'on demande, ici, aux souscripteurs, c'est de faire un sacrifice sur le taux de l'intérêt pour courir la chance d'un gain considérable si le sort les favorise. Un emprunt de ce genre est toujours émis à un taux très inférieur à celui du loyer des capitaux au moment où il est contracté et la perspective de sa conversion ne se présentera pas à l'esprit de ceux qui le réalisent.

CONCLUSION

Dans toutes les conversions que nous venons d'étudier, il s'agit pour une collectivité débitrice d'alléger le poids de ses dettes soit en capital, soit en arrérages. Nous avons vu combien étaient nombreuses les combinaisons auxquelles on peut demander, suivant les circonstances, la réalisation du but que l'on se propose d'atteindre. Nous avons vu aussi quelles différences les séparent et quels avantages on peut en attendre.

En ce qui concerne les dettes perpétuelles, qui ont fait l'objet principal de notre étude, il n'est pas douteux qu'en principe le mode de conversions en rentes émises au pair soit le meilleur qui puisse leur être appliqué : elles permettent, en effet, de diminuer le chiffre des arrérages dus par l'Etat, sans augmenter les obligations éventuelles de remboursement en capital et elles ne font pas obstacle à de nouvelles conversions. Nous avons insisté sur les inconvénients des conversions au-dessous du pair, sans les repousser absolument, comme on le fait quelquefois. Il est clair que lorsque les nouvelles rentes offertes aux porteurs des

titres convertis sont émises à un taux assez voisin du pair, et que l'état du marché permet d'espérer une hausse assez rapide du nouveau fonds, les conversions au-dessous du pair échappent à l'objection, la plus forte qui leur ait été adressée, celle de faire obstacle à des conversions nouvelles. Quant à l'augmentation du capital, elle est d'autant moins considérable que le taux d'émission des nouveaux titres se rapproche davantage du pair. Le gouvernement qui accomplit une opération de ce genre a le devoir d'examiner si le surplus d'économie réalisée par une conversion au-dessous du pair, comparé avec l'augmentation du capital est suffisant pour la préférer à une conversion au pair.

Les conversions avec soulte que nous avons étudiées en troisième lieu, ne sont que des emprunts déguisés et à ce titre nous avons cru devoir les condamner.

Le quatrième mode de conversions de dettes perpétuelles que nous avons exposé, les conversions différées ne nous a pas paru mériter les attaques dont il a souvent été l'objet : et nous persistons à croire qu'on pourrait lui demander la conversion du 3 0/0 perpétuel. La réalisation de cette opération considérable est momentanément ajournée, mais le jour peut être prochain où l'idée en sera reprise, le ministre des finances qui l'entreprendra aura, selon nous, à choisir entre une conversion au pair, une conversion légèrement au-

dessous du pair et une conversion différée. Nous ne pensons pas que l'on puisse *a priori* décider en faveur de l'un de ces modes de conversions. On ne peut se déterminer que d'après les circonstances où l'on se trouve placé.

Les autres modes de conversions de dettes perpétuelles que nous avons étudiés, conversions en obligations amortissables, en annuités terminables et en rentes viagères, n'ont qu'une sphère d'application beaucoup moins étendue et il ne semble pas qu'elle soit appelée à s'accroître à l'avenir.

Les conversions d'obligations amortissables et d'obligations sont exceptionnelles, parce que le titre qui les constitue implique presque toujours une renonciation au droit de les rembourser par anticipation.

Enfin, les conversions de bons remboursables sont spéciales aux Etats-Unis, parce que c'est le seul Etat qui ait contracté des emprunts de ce genre à des taux élevés.

BIBLIOGRAPHIE

- AUDIFRET (M. le marquis d'). — *Système financier de la France*.
L. BIANCHINI. — *La conversione delle rendite dei debito pubblico*. Naples, 1836.
- CUCHEVAL-CLARIGNY. — *Essai sur l'amortissement et les emprunts d'Etats*. Paris 1886.
- H. LABEYRIE. — *Théorie et histoire des conversions de rentes*. Paris, 1878.
- J. LAFFITTE. — *Réflexions sur la réduction de la rente*. Paris, 1824.
- P. LEROY-BEAULIEU. — *Traité de la science des finances*. Paris, 1888.
- L. LUZZATTI. — *Convertire et ammortiare* (Nuova Antologia). 1885.
- MAC-CULLOCH. — *An Essay on the question of reducing the interest of the national debt*. Edimbourg, 1826.
- F. NEBENIUS. — *Ueber die Herabsetzung der Zinsen der öffentlichen Schulden*. Studtgart, 1837.
- A. RAFFALOVITCH. — *Conversion de la dette 3 0/0 Anglaise*. Paris, 1888.
- G. RICCA-SALERNO. — *Di alcune questioni relative al debito pubblico* (Annuario delle scienze giuridiche de C. Ferraris). Milan 1882.
- G. SAVARÈSE. — *Saggio sulla riduzione del debito pubblico*. Naples, 1836.
- STROLL. — *Ueber di neneste konversions aera* (Jahrbuches f. National OEkonomie), 1886.

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	1
Conversions de dettes perpétuelles. Notions générales. .	4
Droit de l'Etat à rembourser sa dette perpétuelle. . .	5
Les conversions au point de vue économique	24
Principes généraux des conversions	30
Les conversions de dettes portant un intérêt élevé en dettes portant un intérêt moins élevé	39
Conversions en rentes émises au pair.	39
Sur un projet de conversion du 3 0/0 perpétuel en rentes émises au pair.	50
Conversions en rentes émises au-dessous du pair . . .	53
Sur un projet de conversion du 3 0/0 en rentes émises au-dessous du pair.	62
Les conversions en rentes au-dessous du pair en Angle- terre. Conversion de 1882	65
Projet de M. Gladstone de 1853.	67
Conversion de 1884.	70
Les conversions en rentes au-dessous du pair en France. Projet de Villèle en 1824	71
Conversion de Villèle en 1825	75
Conversions avec soulte	76
Conversion de 1862.	80
Conversion de 1887.	91
Conversions différées	98
Les conversions différées en Angleterre	99
Conversion de 1749.	99
Conversion de 1844.	101

Conversion Goschen en 1888.	103
Les conversions différées en France	109
Projets de Laffitte en 1824.	109
Projet de M. le marquis d'Audiffret en 1845	110
Conversions de dettes perpétuelles en obligations amor- tissables	115
Conversions de dettes perpétuelles en annuités termi- nables.	117
Conversions de dettes perpétuelles en rentes viagères.	118
Conversions d'obligations amortissables portant un inté- rêt élevé ou obligations amortissables portant un in- térêt moins élevé	119
Conversions de bons remboursables	131
Conversions d'obligations à lots.	134
Conclusion.	137

Vu par le président,
V. BEAUREGARD.

Vu par le doyen,
E. GARSONNET

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :
Le vice-recteur de l'Académie de Paris,
GRÉARD

